

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

SILVIO FREITAS DA SILVA

**A INFLUÊNCIA DA COMPOSIÇÃO DA REMUNERAÇÃO AOS
ACIONISTAS SOBRE A CAPACIDADE INFORMACIONAL DOS
LUCROS CONTÁBEIS NAS AÇÕES LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

VITÓRIA

2015

SILVIO FREITAS DA SILVA

**A INFLUÊNCIA DA COMPOSIÇÃO DA REMUNERAÇÃO AOS
ACIONISTAS SOBRE A CAPACIDADE INFORMACIONAL DOS
LUCROS CONTÁBEIS NAS AÇÕES LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação entregue ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo - UFES, como requisito para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Alfredo Sarlo Neto

VITÓRIA

2015

Dedico este trabalho ao maior amor da minha
vida, a minha mãe, a pessoa que sempre
acreditou em mim e me apoiou para alcançar
esta vitória. Uma mulher de um coração
grandioso que tanto admiro e amo. E ao meu
pai aquele que ensinou o significado de honra,
dignidade e serenidade.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por me conceder uma vida maravilhosa com muitas conquistas e bênçãos.

A minha família que me ofereceu uma base de apoio, em especial minha mãe Rosa Ledesma de Freitas Silva e meu Pai Antenor Borges da Silva. Aos meus irmãos Arthur, Anderson e Sollangy pela parceria. E aos meus amigos de longa data, representados pela pessoa que me deu força nesta etapa, Fernanda Calisto.

Aos Ilustríssimos professores que contribuíram para minha formação, Dr. Gabriel Moreira Campos, Dr. José Elias Feres de Almeida, Dra. Patrícia Maria Bortolon, Dr. Annor da Silva Júnior e Dr. Marcelo Álvaro da Silva Macedo. Em destaque para professor Dr. Alfredo Sarlo Neto que me orientou na elaboração deste trabalho, e contribuiu de forma magnífica, sem ele o mesmo não teria o mesmo teor.

Aos Professores da banca de qualificação Dr. Claudio Marcio Pereira da Cunha e Dr. Jorge Vieira da Costa Junior pelas importantes considerações que em muito contribuíram para o trabalho.

A todos os colegas de Mestrado pelos anos de convivência e companheirismo, Evandro, José Maria, Juliana Molina, Juliana Callegário, Jean, Paulo Victor, Rodolfo, Samuel e Victor. Em especial as grandes amigas que conquistei Adelzira, Bruno e Pedro pelos bons momentos vívidos, e horas de estudos compartilhados nos fins de semana.

A Universidade Federal do Espírito Santo, em especial a Penha Tose. E a todos demais colegas de estudo do PPGcon UFES, em especial Felipe, Ricardo, Silas e Wando. Cito ainda algumas pessoas que contribuíram nessa jornada Dr. Luiz Claudio Louzada, Dr. Jorge Luiz dos Santos Junior e Ms. Donizete Reina.

Para conquistar esta etapa de minha vida foram dois anos de luta, obstáculos e desafios. Mas para um homem que persevera e dedica-se a atingir seus objetivos, a vitória é uma consequência.

Agradeço por fim a todos e todas que me ajudaram de forma direta ou indireta nesta conquista.

Obrigado sempre!

Dificuldades preparam pessoas comuns para
destinos extraordinários.

(C.S Lewis)

RESUMO

Este estudo tem por objetivo analisar a influência da composição de remunerações aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis nas ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA. A amostra foi composta por 172 ações de empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o ano de 2010 a 2014, com o total de 595 observações por variável. Os dados utilizados nesta pesquisa foram obtidos por meio de informações coletadas na base de dados do *software* Comdinheiro e *site* da BM&FBovespa. Em relação às informações principais, dividendos e juros sobre capital próprio a coleta foi realizada pontualmente nas demonstrações financeiras padronizadas e disponibilizadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Verificou-se ao longo do estudo que a remuneração total dos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa. Além disso, constatou-se que no momento da divulgação das DFPs, os juros sobre capital próprio e as remunerações passadas não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis, dado que já foram refletidos nos preços das ações. O lucro líquido mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos, como a principal variável que impacta nos retornos das ações, este resultado é condizente com os achados de Ball e Brown (1968), Beaver (1968) e Sarlo Neto (2009). Sugere-se para pesquisas futuras, na relação das composições das remunerações aos acionistas e preços das ações, a análise considerando fatores como: regulamentação específica de setores, estrutura de propriedade e tipo de controlador.

Palavras-chaves: Capacidade Informacional. Remuneração aos acionistas. Dividendos. Juros sobre capital próprio.

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of the shareholders compensation composition on the informational capacity of accounting profits in the shares of companies listed on the BM & FBOVESPA. The sample was composed of 172 stocks of companies traded on the São Paulo Stock Exchange ranging the years of 2010 to 2014, with a total of 595 observations per variable. The data used in this research were obtained from information collected in a software database named Comdinheiro and the web site of BM & FBovespa. Regarding the main information, dividends and interest on equity, they were collected, promptly, in standardized financial statements available at the Brazilian SEC web site (CVM). It was found during the study that the total shareholders compensation, dividends and future compensation contribute positively to the informational capacity of accounting earnings for explaining the return of the shares of companies listed on the BM & FBovespa. In addition, it was found that at the time of release of the Cash Flow Statement, interest on equity and past salaries do not contribute to informational capacity of accounting profits, as they were already reflected in stock prices. Net income was positive and statistically significant in all models, as the main variable that impacts on stock returns, this result is consistent with the findings of Ball and Brown (1968), Beaver (1968) and Sarlo Neto (2009). It is suggested for further research on the relationship of the compositions of shareholders compensation and stock prices, the analysis considering factors such as specific regulatory sectors, ownership structure and type of controller.

Keywords: Informational capacity, Shareholders compensation, Dividends, Interests on Equity.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Organograma da Composição da Remuneração aos acionistas no Brasil	31
Figura 2 - Distribuição dos proventos aos acionistas	39

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Constituição das amostras finais	36
Tabela 2 - Distribuição da amostra por setores econômicos	37
Tabela 3 - Percentual de Distribuição dos Proventos	39
Tabela 4 - Percentual dos dividendos obrigatórios.....	39
Tabela 5 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade REM	49
Tabela 6 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade REM.....	50
Tabela 7 – Resultados das regressões do modelo de informatividade REM.....	50
Tabela 8 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade DIVP e JSCP	51
Tabela 9 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade DIVP e JSCP	52
Tabela 10 – Resultados das regressões do modelo de informatividade DIVP e JSCP.....	52
Tabela 11 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade RF e RP	54
Tabela 12 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade RF e RP	54
Tabela 13 – Resultados das regressões do modelo de informatividade RF e RP.....	55

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ART. - ARTIGO

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS

CSLL – CONTRIBUICAO SOCIAL SOBRE O LUCRO LÍQUIDO

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

DFPS – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS PADRONIZADAS

DIVP – DIVIDENDOS PUROS

HME – HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

ICPC – INTERPRETAÇÃO TÉCNICA CPC

IRPJ – IMPOSTO DE RENDA PESSOA JURÍDICA

JSCP – JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO

LLA – LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO

REM – REMUNERAÇÃO AOS ACIONISTAS

RF – REMUNERAÇÃO FUTURA

RIR – REGULAMENTO DO IMPOSTO DE RENDA

RP – REMUNERAÇÃO PASSADA

TJLP – TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO

SUMÁRIO

SUMÁRIO.....	10
1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Contextualização e Problemática.....	12
1.2 Objetivos da Pesquisa	13
1.3 Justificativa	14
1.4 Estrutura do Trabalho	16
2 PLATAFORMA TEÓRICA	17
2.1 A Teoria Positiva e a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis.....	17
2.2 A Hipótese do Mercado Eficiente.....	20
2.3 Remuneração aos acionistas	21
2.3.1 Dividendos	21
2.3.2 Juros sobre o capital próprio	26
2.3.3 Distribuição da Remuneração aos acionistas	28
3 HIPÓTESES DE PESQUISA	31
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	34
4.1 Caracterização da Pesquisa.....	34
4.2 Coleta de Dados e Definição das Amostras.....	35
4.3 Características da amostra.....	37
4.4 Definição das Variáveis	40
4.4.1 Variáveis Dependente	40
4.4.2 Variáveis Independentes	41
4.4.3 Variáveis de Controle.....	43
4.5 Métodos Analíticos e Estatísticos	45
4.5.1 Modelos de Regressão – Informatividade dos Lucros	45
5 ANÁLISES DE DADOS E RESULTADOS DA PESQUISA	49
5.1 Modelo de Informatividade da Remuneração aos acionistas (M1)	49

5.2 Modelo de Informatividade do DIVP e JSCP (M2)	51
5.3 Modelo de Informatividade das Remunerações Futuras e Passadas (M3)	54
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Problemática

A formação do valor das ações comercializadas em mercado financeiros reflete as diversas nuances e influências de inúmeras outras variáveis correlacionadas, tais como: a expectativa do mercado, as políticas econômicas, as infraestruturas, confiança e outras peculiaridades do mercado no qual operam as empresas, que combinadas levam os investidores a precificarem o valor das firmas. No âmbito dessa premissa, em meados da década de 1960, surgiram trabalhos que analisaram como as variáveis contábeis impactavam os preços das ações das empresas.

Dentre esses trabalhos destacam-se os realizados por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que, ao analisarem a relação entre variáveis contábeis e de mercado, contribuíram para a formação de um escopo e vertente da Ciência Contábil que ficou conhecida como Teoria Positiva. Segundo Lopes e Iudicibus (2012), essa Teoria busca explicar e predizer determinados fenômenos com base no que acontece na realidade. Desde o período da ascensão positivista das Ciências Contábeis no mundo, e nos últimos anos no Brasil, as pesquisas na área de contabilidade tem incorporado sistematicamente modelos, técnicas e instrumentos matemáticos e estatísticos como forma inevitável para busca de respostas.

Assim, diversos estudos passaram a utilizar as informações contábeis como parâmetro para as decisões sobre investimentos no mercado de capitais, oferecendo a Contabilidade uma perspectiva informacional na exploração da relação entre números contábeis e os preços das ações (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

Ball e Brown (1968) relatam que o lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores, que serve de critério na decisão sobre investir, ou não, na empresa. Deste modo, as informações produzidas pelas demonstrações contábeis podem explicar o retorno das ações. Neste contexto, outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive no tocante à remuneração aos acionistas.

No que tange a capacidade informacional dos lucros, a interação entre o lucro e outras informações contábeis pode detectar a possibilidade de melhoria da capacidade informacional. Francis, Schipper e Vicent (2005) constataram, no ambiente americano, que os dividendos são mais informativos que os lucros contábeis para a formação dos preços das ações.

No Brasil, Sarlo Neto (2009) descreve que a relevância da Contabilidade está relacionada à sua capacidade de gerar informações aos usuários externos, sendo que essa capacidade é denominada: informatividade. Alguns estudos seminais sobre informatividade no ambiente brasileiro, realizados por Schiehl (1996), Martinez (2001), Lopes (2001) e Bernardo (2001), Lima; Terra (2004) e Sarlo Neto (2004), evidenciaram que o preço das ações reage à divulgação das informações contábeis.

Ressalta-se que, no contexto brasileiro, a política de remuneração aos acionistas diferencia-se daquelas adotadas por outros países. A legislação societária e tributária brasileira determina que a remuneração aos acionistas seja efetuada de duas formas: por dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202); ou por juros sobre o capital próprio (JSCP) (Lei n. 9.249/95, art. 9). Também reconhece a faculdade de imputação dos juros sobre o capital próprio aos dividendos mínimos obrigatórios estatutários. No entanto, observou-se que estudos anteriores não contemplaram este aspecto em particular, fato que motivou à problemática geral da presente pesquisa: As composições da remuneração aos acionistas contribuem para capacidade informacional dos lucros no retorno anormal das ações?

Nesta visão, essa pesquisa adota como perspectiva a remuneração aos acionistas na íntegra e por meio de seu desmembramento, sendo: ora os dividendos desconsiderando a imputação dos juros sobre o capital próprio, ora a remuneração subdividida entre remuneração passada e futura. Logo, esse estudo busca avançar na investigação sobre a influência da composição da remuneração aos acionistas no retorno anormal das ações (retorno de lucro acima da média de mercado), nas empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro (BM&FBovespa), no período de 2010 a 2014.

Desta forma, essa dissertação busca expandir a literatura existente sobre o tema, bem como encontrar novos resultados empíricos, se possível mitigando resultados contraditórios, enfatizando as particularidades legais da política de remuneração aos acionistas no ambiente brasileiro.

1.2 Objetivos da Pesquisa

Em conformidade com a questão principal formulada pelo estudo, o objetivo geral desta pesquisa é: verificar se a composição de remuneração aos acionistas adotadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa, aumentam a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Adicionalmente, a pesquisa apresenta uma análise descritiva do contexto legal que envolve a remuneração aos acionistas no Brasil e retrata as práticas adotadas pelas empresas, uma vez que, algumas normas são facultativas, como por exemplo, a adoção da imputação dos juros sobre o capital próprio nos dividendos mínimos obrigatórios estatutários das empresas. Assim, pretende-se verificar a relação entre a remuneração aos acionistas e os preços das ações, buscando ampliar os conhecimentos sobre a capacidade informacional dos resultados contábeis perante esses preços.

Para alcançar o objetivo principal da pesquisa, enumeram-se os seguintes objetivos específicos:

- Identificar a composição da remuneração aos acionistas no ambiente brasileiro;
- Descrever, na visão temporal, as práticas do funcionamento da remuneração aos acionistas das ações nas empresas listadas na BM&FBovespa;
- Investigar a contribuição dos dividendos puros (desconsiderando a imputação dos juros sobre capital próprio) para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa;
- Verificar a contribuição dos juros sobre o capital próprio para a capacidade informacional dos lucros contábeis sobre o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa;
- Investigar a remuneração aos acionistas, na visão temporal, por remuneração futura e passada, bem com a sua contribuição para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa.

1.3 Justificativa

Estudos na literatura nacional sobre capacidade informacional dos lucros evidenciaram que o preço das ações reage à divulgação das informações contábeis no mercado brasileiro (SCHIEHL, 1996; MARTINEZ, 2001; LOPES, 2001; BERNARDO, 2001; LIMA; TERRA, 2004; SARLO NETO, 2004). Neste contexto, essa dissertação contribui ao avançar na construção desse conhecimento. Inicialmente, a relevância da pesquisa está na perspectiva alternativa adotada pela análise, que se pauta na contribuição da remuneração aos acionistas

para capacidade informacional dos lucros contábeis, sendo que o foco situa-se na relação entre a remuneração aos acionistas e os preços das ações.

No Brasil, a legislação societária e tributária determina que a remuneração aos acionistas em espécie seja efetuada por duas vias: dividendos ou juros sobre o capital próprio (Lei n. 9.249/95). Em regra geral, no caso dos dividendos, os acionistas têm direito a receber dividendos obrigatórios à parcela do lucro do exercício estatutário, ou no caso do estatuto ser omissivo, o dividendo não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (Lei n. 6.404/96, art. 202). Destaca-se ainda a possibilidade (facultativa) da imputação dos juros sobre o capital próprio aos dividendos mínimos obrigatórios.

Em geral, os dividendos e os juros sobre o capital próprio são formas de distribuição de proventos em dinheiro aos acionistas (DECOURT; PROCIANOY, 2012). Na visão societária, os dividendos e os juros sobre o capital próprio diferem principalmente quanto à base de cálculo. Assim, enquanto os dividendos estão relacionados à parcela do lucro apurado no exercício, os juros sobre o capital próprio referem-se ao cálculo com base nas contas do patrimônio líquido.

Ressalta-se que os juros sobre o capital próprio são tributados na fonte, mas geram benefício fiscal à empresa, já que no tratamento contábil, para a última, os juros são reconhecidos como despesa financeira, o que reduz a base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (DECOURT; PROCIANOY, 2012). Há também a visão temporal, pelo regime de caixa, que contempla os saldos dos valores pagos (remuneração passada) e os valores a pagar previstos (remuneração futura) dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio.

No tocante a composição de remuneração aos acionistas observa-se a obrigatoriedade dos dividendos; a faculdade de imputação dos juros sobre o capital próprio aos mínimos obrigatórios; e a parcela do lucro estatutária da empresa a ser considerada obrigatória. Logo, existe um ambiente de obrigatoriedade e um ambiente paralelo de discricionariedade das empresas, que juntos constituem a efetiva remuneração aos acionistas em espécie.

Portanto, ao considerar as particularidades do mercado brasileiro, o estudo sobre a capacidade informacional dos resultados contábeis, pautado na diferenciação na composição da remuneração aos acionistas, torna-se oportuno por fornecer evidências sobre os impactos na capacidade informacional dos lucros para explicar o retorno das ações. Neste sentido, o

presente estudo justifica-se pela contribuição para a ampliação da literatura nacional sobre a temática.

Ademais, o estudo busca contribuir também para a literatura internacional, ao demonstrar evidências da capacidade informacional dos resultados contábeis de um país menos desenvolvido no mercado acionário, o qual caracteriza-se pela: volatilidade do mercado; presença marcante do Estado; excessiva regulamentação da Contabilidade; mercado acionário concentrado; e fraca proteção dos acionistas (LOPES, 2001; SARLO NETO, 2004).

Por fim, os achados deste estudo podem ser úteis para os diversos usuários das informações contábeis, dentre esses: os analistas de mercado; os credores; os investidores; e demais pesquisadores.

1.4 Estrutura do Trabalho

Para além dessa introdução e das conclusões, o estudo é composto por mais quatro seções. A segunda seção apresenta a fundamentação teórica da dissertação; seguida da exposição das hipóteses de pesquisa, na terceira seção. A quarta seção é dedicada a apresentação dos métodos e procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa, já a quinta seção traz os resultados, acompanhados por sua análise.

Na seção seguinte apresenta-se os eixos teóricos fundamentais presente na literatura especializada, que contempla os conceitos sobre a informatividade dos lucros; hipótese do mercado eficiente; teorias sobre os dividendos; e a remuneração aos acionistas (distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio).

2 PLATAFORMA TEÓRICA

2.1 A Teoria Positiva e a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis

Para iniciar o debate sobre capacidade informacional dos lucros contábeis, é necessário retomar o surgimento da abordagem positiva. Nos primórdios de sua fundação, as pesquisas em Contabilidade apresentavam um caráter normativo, a fim de oferecer mais qualidade aos relatórios contábeis, por meio de padronizações. A partir da separação entre posse e gerência, as empresas passaram por profundas transformações, tornando-se estruturas complexas e objeto exclusivo de investigação. E é com o surgimento do mercado de capitais que se abre um novo campo de investigação, profícuo para a incorporação de ferramentas robustas de análise, surge então a Ciência Contábil Positiva. Segundo Lopes e Iudicibus (2012), a pesquisa positiva tem a intenção de explicar e prever o que acontece na realidade das empresas, enquanto a normativa busca prescrever a melhor forma de mensurar as operações contábeis.

De acordo com Watts e Zimmerman (1990), a Teoria Positiva da Contabilidade surgiu dos estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), como uma maneira de integrar à metodologia empírica de finanças aos temas referentes ao mercado de capitais e a Contabilidade. Em outras palavras, a Teoria Positiva é vista como uma forma de incorporar as teorias baseadas na Economia, explicando a relação entre Contabilidade e o mercado de capitais.

Ball e Brown (1968) com o objetivo de verificar, se a divulgação dos lucros anuais retratava os fatores que impactavam nos preços das ações, analisaram a influência dos lucros residuais nos preços das ações negociadas na Bolsa de Nova York. O estudo de Ball e Brown (1968) forneceu evidências da utilização e da relevância das informações contábeis para os usuários participantes do mercado acionário (SARLO NETO *et al*, 2003).

Foster (1975) pesquisou as companhias de seguro, no mercado americano, e obteve resultados semelhantes à pesquisa de Ball e Brown (1968). Ressalta-se que não foi somente no ambiente americano que se constatou a relevância dos números contábeis para os mercados de capitais, alguns estudos replicaram a pesquisa de Ball e Brown (1968) em outros países. A relação entre os lucros e os preços das ações foi encontrada na Austrália (BROWN, 1970); na Suécia (FORGARDG; HERTZEN, 1975); no Reino Unido (FIRTH, 1981); e na África do Sul (KNIGHT, 1983).

Na investigação da relação entre a magnitude nos lucros e a variação dos retornos, Beaver, Clarke e Wright (1979) diagnosticaram uma relação direta entre a parcela de lucros anormais e a média anual dos retornos anormais. Nesta relação, Easton e Harris (1991) identificaram que a variação dos lucros contábeis em conjunto com o lucro contábil aumenta a explicação dos retornos das ações.

Importante destacar, que na discussão sobre a informatividade dos lucros contábeis, estudos identificaram uma relação com características financeiras e econômicas das empresas, sendo que o tamanho da empresa está diretamente associado à informatividade dos lucros contábeis (ATIASE, 1985; FREEMAN, 1987; COLLINS; KOTHARI, 1989; CHANEY; JETER, 1992). O nível de endividamento das empresas influencia a informatividade nos lucros, na medida em que empresas, mais alavancadas, tendem a apresentar um lucro contábil menor, logo à relação entre lucro e o retorno diminui ((DHALIWAL; LEE; FARGHER, 1991; FAN; WONG, 2002; FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2005). Outro fator é o índice *Market-to-book* (oportunidade de crescimento da empresa), que constitui uma relação positiva com a informatividade, sendo que quanto maior o *Market-to-book*, maior a informatividade dos lucros contábeis (COLLINS; KOTHARI, 1989).

Na América Latina, Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011) identificaram apenas a relação positiva do índice de *Market-to-book*. No tocante ao tamanho da empresa, os autores apontaram uma relação de influência negativa; e quanto ao endividamento não foi verificada nenhuma associação.

No Brasil, estudos seminais sobre capacidade informacional (informatividade) como os de Schiehll (1996), Martinez (2001), Lopes (2001), Bernardo (2001), Lima e Terra (2004) e Sarlo Neto (2004) evidenciaram que o preço das ações reage à divulgação das informações contábeis.

Schiehll (1996) verificou o efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro, com ênfase na variação nos preços das ações. Conforme os resultados, a divulgação das informações produz efeitos significativos sobre o comportamento dos preços das ações e o mercado de capitais brasileiro reage de forma semiforte. Na mesma linha, Bernardo (2001) investigou os anúncios trimestrais dos números contábeis, identificando reações nos preços das ações. Similarmente, Lima e Terra (2004), por meio de um estudo de eventos, subdividindo os retornos por resultado do exercício divulgados pelas empresas (lucro

e prejuízo), constataram que os resultados contábeis influenciam o processo de precificação das ações.

Dado ao impacto dos números contábeis no mercado brasileiro, Martinez (2001) verificou que as empresas brasileiras gerenciam seus resultados contábeis na perspectiva de atrair investidores no curto prazo.

O mercado acionário brasileiro também possui características que o distingue dos países mais desenvolvidos, dentre essas: a volatilidade do mercado, a presença marcante do Estado, a excessiva regulamentação da Contabilidade, o mercado acionário concentrado e a fraca proteção aos acionistas (LOPES, 2001).

Pautado nessas peculiaridades do mercado de capitais brasileiro, Sarlo Neto (2004) estudou o impacto da divulgação dos resultados contábeis sobre os preços das ações, com abordagem nas classes de ações, na regulamentação específica e no tipo de controlador. O estudo utilizou a metodologia de Ball e Brown (1968). Os resultados encontrados confirmaram a relevância da divulgação dos resultados contábeis como fonte de informação para os investidores no mercado de capitais brasileiro.

Francis, Schipper e Vicent (2005) investigaram a diferença de informatividade entre o lucro contábil e o dividendo no mercado americano. Os autores observaram que a informatividade era distinta para empresas que apresentavam diferentes classes de ações. Pelos resultados encontrados, os lucros contábeis foram menos informativos, sendo os dividendos mais informativos, principalmente para as empresas compostas por mais de uma classe de ações.

Em aprofundamento, Sarlo Neto (2009) investigou a influência da estrutura de propriedade (a concentração dos votos e a divergência entre os direitos das ações) sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro. Os resultados, obtidos por Sarlo Neto (2009), indicaram que a concentração de votos tem influência positiva e a divergência de direitos das ações uma influência negativa sobre a informatividade dos lucros contábeis. Adicionalmente, a autor verificou que o lucro contábil é mais relevante do que o dividendo para explicar os retornos das ações.

Sarlo Neto, Galdi e Dalmácio (2009) afirmam que vários estudos constataram que a divulgação dos lucros contábeis afeta os preços das ações, no entanto os achados não seguem

uma correlação perfeita. Deste modo, tornam-se necessárias novas pesquisas que explorem a referida relação.

O lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores, como critério na decisão de investir (ou não) na empresa e para explicar o retorno das ações (BALL; BROWN, 1968). No entanto, ressalta-se que outras variáveis contábeis podem influenciar as decisões dos investidores, inclusive os dividendos.

A interação entre o lucro e outras informações contábeis pode melhorar a capacidade informacional (BRUGNI *et al* 2012). Neste trabalho, busca-se conhecer a relação entre a remuneração aos acionistas e os preços das ações, bem como a relação entre a informatividade dos lucros contábeis e os preços das ações. Também é objetivo desse estudo verificar a influência da composição da remuneração aos acionistas na informatividade dos lucros contábeis.

2.2 A Hipótese do Mercado Eficiente

Nos estudos sobre capacidade informacional dos lucros contábeis, a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) é um dos conceitos mais relevantes. Dentro da Teoria de Finanças, a Hipótese do Mercado Eficiente foi uma das premissas mais importantes (JENSEN, 1978). Destaca-se que o estudo desenvolvido no ambiente norte-americano, realizado por Fama (1970), seminal na área, a partir da sustentação de premissas a favor da HME, indicou que os preços das ações refletem devidamente as informações publicamente disponíveis.

A HME desempenhou um papel importante na evolução da pesquisa em Contabilidade. A discussão entre a hipótese do mercado e outras hipóteses de prescrições de Contabilidade proporcionou a origem e a disseminação da Teoria Positiva, além de metodologias na literatura contábil (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Entretanto, um mercado não pode ser classificado como plenamente eficiente (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 119). Existem diferentes aspectos no mercado de capitais, o que decorre que há graus diferentes de eficiência de um mercado quanto à absorção da informação, a saber: a forma fraca, a semiforte e a forte (FAMA, 1970).

Na forma fraca, os preços das ações refletem informações obtidas de séries passadas. Na forma semiforte, os preços das ações refletem todas as informações publicamente disponíveis.

E na forma forte, os preços das ações refletem todas as informações relevantes, sejam elas públicas ou privadas (FAMA, 1970).

Dentre os graus de eficiência de mercado, a hipótese do mercado eficiente na forma semiforte é significativa para a Contabilidade (ROSS *et al*, 1995; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; SARLO NETO, 2009). Assim, pressupondo que o mercado é eficiente na forma semiforte, as informações contábeis publicamente disponíveis refletiriam nos preços das ações (FAMA, 1970). Logo, neste contexto, uma forte relação entre a Contabilidade e o mercado, suscita que a alteração em uma variável contábil produzirá variação nos preços das ações (ROSS *et al*, 1995; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; SARLO NETO, 2004).

Nesta perspectiva, este trabalho considera o pressuposto da hipótese do mercado eficiente na forma semiforte, visto que nesse cenário é possível desenvolver a hipótese de que a divulgação dos números contábeis - neste estudo: a remuneração aos acionistas - reflète nos preços das ações das empresas.

2.3 Remuneração aos acionistas

A legislação societária e tributária brasileira determina que a remuneração aos acionistas possa ser efetuada por meio de dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202), juros sobre o capital próprio (Lei n. 9.249/95), ou pela combinação de ambos.

Nos tópicos a seguir são discutidos os dividendos e os juros sobre o capital próprio, como formas de remunerar os acionistas, efetivamente, em dinheiro. A recompra da ação, como remuneração aos acionistas, não foi tratada nesta pesquisa, visto que essa modalidade está condicionada a mais de uma forma de investimento da empresa, e não necessariamente como distribuição de resultados aos acionistas (DECOURT; PROCIANOY, 2012). Além disso, não é uma alternativa comum no Brasil (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

2.3.1 Dividendos

A remuneração por dividendos no Brasil diferencia-se daquelas adotadas por países desenvolvidos, como os Estados Unidos e a Inglaterra. Dentre as particularidades brasileiras, estão: a obrigatoriedade no pagamento de dividendos; os aspectos de contabilização de operações; e da tributação sobre este tipo de rendimento (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; BRUGNI *et al*, 2012).

No que se refere à taxonomia, os dividendos podem ser divididos em prioritário ou não prioritário, cumulativo ou não cumulativo e mínimo, fixo ou obrigatório (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435).

No critério de prioridade, os detentores de ações que conferem aos seus titulares dividendos prioritários têm prioridade em relação aos demais acionistas sobre a parcela dos lucros sociais (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Outrora, os demais acionistas não titulares de ações com direito de dividendos prioritários, são denominados não prioritários.

Geralmente, os acionistas preferencialistas fazem jus ao direito de receber dividendos prioritários (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435). Por via de regra, caso os lucros não sejam suficientes para pagamento da totalidade dos acionistas, prevalece aos preferencialistas o direito de receber dividendos prioritários primeiro que os outros acionistas (MARTINS *et. al*, 2013, p. 435; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004).

Destaca-se que as ações preferenciais têm prioridade na distribuição dos dividendos, fixo ou mínimo; prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou na acumulação das preferências e vantagens (Lei n. 6.404/76, art. 17).

Ressalta-se que independentemente de fazer jus a receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a realização deste direito, apenas serão permitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas forem conferidas pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea *a*; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. (Lei n. 6.404/76, art. 17).

Ademais, o estatuto poderá deixar de conceder às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, incluindo o direito de voto, ou concedê-lo com restrições (Lei n. 6.404/76, art. 111). Por exemplo, a Lei n. 6404/76, por meio do art. 111 regulamenta que as ações preferenciais adquirem direito ao voto, caso a companhia não efetue o pagamento de dividendos no prazo máximo estipulado no estatuto (prazo este não superior a três exercícios consecutivos).

Em relação à sistemática de cumulativo e não cumulativo, os dividendos cumulativos são os que concedem aos titulares das respectivas ações o direito de receber os dividendos no exercício em que houver lucros suficientes para sua distribuição, quando não for possível a distribuição no exercício social de sua competência. Logo, os dividendos não cumulativos representam os que não proporcionam aos titulares de ações serem classificados de tal forma (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Ainda em casos que não houver lucros suficientes para distribuição dos dividendos estatutários, os detentores de ações que fazem jus ao dividendo cumulativo não terão prejudicada sua vantagem econômica. Tais valores serão acumulados para exercícios futuros (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

No que tange a taxonomia fixo e mínimo, em essência são diferenciados pelo direito aos lucros remanescentes. Salvo disposição estatutária em contrário, o dividendo fixo não permite aos seus acionistas participação em lucros remanescentes a serem distribuídos (lucros excedentes). Já os dividendos mínimos permitem aos seus acionistas participação nos lucros remanescentes a serem distribuídos (Lei n. 6.404/76, art. 17; MARTINS *et. al*, 2013, p. 436; COSTA JUNIOR *et. al*, 2004). Em suma, os dividendos mínimos são aplicados aos acionistas preferencialistas, entretanto, pode ser atribuído aos acionistas ordinários (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

O dividendo obrigatório, a legislação societária brasileira regulamenta que o estatuto pode determinar este dividendo com porcentagem do lucro ou do capital social. No caso da omissão do estatuto, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

- I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
- II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);
- III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser

acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. (Lei n. 6.404/76, art. 202).

No caso de omissão do estatuto e a assembleia decidirem alterá-lo, o dividendo obrigatório não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, sendo obrigatória a aprovação por metade dos acionistas, com direito ao voto, para redução do dividendo obrigatório (Lei n. 6.404/76, art. 202, art.136).

O dividendo pode não ser obrigatório no exercício social, quando os órgãos da administração informarem à Assembleia-geral ordinária que o lucro é discordante com a situação financeira da companhia. Nesse caso, as companhias abertas deverão comunicar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no prazo máximo de 5 (cinco) dias da realização da Assembleia-geral, com a devida justificativa de não pagamento (Lei n. 6.404/76, art. 202). Posteriormente, os lucros que deixarem de ser distribuídos deverão ser registrados em reserva especial e, se não forem absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendos, no momento que a situação financeira da companhia permitir (Lei n. 6.404/76, art.202).

Ressalta-se que existem acionistas que podem ter direito ao recebimento de mínimo e obrigatório ou fixo e obrigatório. Existem casos em que o dividendo pode estar “por dentro” do dividendo obrigatório (em situações que o dividendo obrigatório for maior que o fixo ou mínimo), e outros, o dividendo obrigatório pode ficar “por dentro” do dividendo fixo ou mínimo (situações que o dividendo obrigatório for menor que o fixo ou mínimo) (MARTINS *et. al*, 2013, p. 436).

No norte de tal disposto, as retenções de lucros (exceto as reservas de legais) não prejudicarão o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos (Lei n. 6.404/76, art.203). Santos e Schmidt (2002, p. 177) relatam que o dividendo foi estabelecido pela Lei 6.404/76 com a finalidade de assegurar a distribuição dos lucros da companhia aos acionistas minoritários, ou seja, para impedir uma retenção indiscriminada dos lucros pelas companhias.

A discussão sobre o impacto da distribuição dos dividendos no valor das empresas é um assunto que apresenta controvérsias. Ao longo dessa investigação, observou-se que alguns estudos apontam para a irrelevância dos dividendos (MODIGLIANI; MILLER, 1961); outros que se sustentam na relevância positiva dos dividendos (GORDON, 1963; LINTNER, 1962);

e aqueles que defendem a relevância negativa dos dividendos (BRENNAN, 1970). O desafio para solucionar esta problemática encontra-se na complexidade dos fatores que interferem no processo de avaliação das empresas e nas decisões sobre financiamento (NAGEM; AMARAL, 2013).

Modigliani e Miller (1961) propõem a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Os autores investigaram o impacto dos dividendos no preço das ações na avaliação de uma empresa e detectaram a irrelevância dos dividendos devido ao efeito duplo no preço das ações. O dividendo tem um impacto positivo ao aumentar o fluxo de caixa dos acionistas atuais, por outro lado, este impacto é anulado devido ao fato de que o aporte para o pagamento dos dividendos ocasionará, futuramente, a necessidade de emitir novas ações para o financiamento da empresa.

A pesquisa de Modigliani e Miller (1961) sustenta que não existe uma estrutura financeira ótima entre capital próprio e de terceiros, que impacte positivamente no valor das ações. O estudo é respaldado na Teoria na Hipótese de Mercado Perfeito, na racionalidade dos agentes do mercado e na premissa de que não existem custos de transação (LOSS; SARLO NETO, 2003; KURONUMA; LUCCHESI; FAMÁ, 2004).

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) destacam que a ideia da Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Modigliani e Miller, refere-se à noção de que os investidores podem criar uma distribuição de dividendos por si só, onde em uma posição de insatisfação é possível desfazer a política de dividendos da empresa, reinvestindo dividendos ou vendendo ações.

Contrapondo-se a Modigliani e Miller (1961), Gordon (1963) e Lintner (1962) defendem a Teoria da Influência Positiva de Dividendos (Teoria do Pássaro na Mão). Esta Teoria baseia-se na ideia de que é melhor assegurar um valor presente do que aguardar por mais no futuro. Para Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), a Teoria sugere que há uma relação direta entre a distribuição dos dividendos da empresa e o seu valor de mercado.

Lintner (1956) afirma que os investidores preferem retornos advindos dos dividendos aos originados de ganho de capital, devido ao risco e a estabilidade (ou instabilidade). Neste sentido, essa teoria também é conhecida como Teoria do “Pássaro na Mão”.

Segundo Nagem e Amaral (2013), os estudos de Gordon e Lintner supõem que o preço de uma ação não reflete as expectativas de retorno da empresa, mas sim a expectativa de pagamento de dividendos futuros ao valor presente.

Loss e Sarlo Neto (2003) complementam com a Teoria da Preferência Tributária, onde a taxa diferenciada de impostos leva os acionistas a escolher a forma de remuneração com menor encargo tributário. Todavia, dada à opção de pagamento por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio, é isolado o efeito da tributação sobre a política de pagamento (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

No ambiente brasileiro, Novis e Saito (2003) analisaram o comportamento dos preços das ações após os anúncios de pagamento de dividendos. Os autores encontraram uma relação direta entre os *dividend yield* e o retorno anormal acumulado das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Posteriormente, Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) chegaram a resultados similares. Em contrapartida, Nagem e Amaral (2013) não identificaram esta associação ao analisar a hipótese em um período de crise.

Importante ressaltar, que os estudos realizados por Francis, Schipper e Vicent (2005) apontaram a capacidade informacional dos dividendos superior a dos lucros. E os realizados por Brugni *et al* (2012) verificaram que o lucro ganha capacidade informacional, quando interage com os dividendos.

2.3.2 Juros sobre o capital próprio

A criação dos juros sobre o capital próprio foi destinado a minimizar os efeitos da extinção da correção monetária, diminuindo a carga tributária nas empresas (CARVALHO, 2003; MOTA, 2007; SARLO NETO, 2009).

Rolim (1996) destaca que a remuneração pelos juros sobre o capital próprio trata-se de um incentivo ao autofinanciamento das empresas, já que reduz as diferenças entre o financiamento de terceiros e o próprio.

Pressi (2003) afirma que a natureza jurídica dos JSCP possui duas vertentes: a primeira defende que a imputação dos JSCP é uma despesa financeira (pessoa jurídica) e o rendimento financeiro (beneficiário); e a segunda que vê os JSCP como uma mera distribuição de resultados.

Na pesquisa que objetivou conhecer o processo decisório na distribuição de dividendos, realizada por Decourt e Procianoy (2012), identificou-se que as empresas utilizam os JSCP, com vistas ao benefício fiscal que eles suscitam. Os juros sobre o capital próprio, pagos ou creditados, geram uma dedutibilidade para fins de apuração do lucro real e para a base de cálculo da contribuição sobre o lucro líquido, definidos com base no patrimônio líquido, limitados à variação *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (Lei n. 9.249/95, art. 9).

A dedutibilidade dos juros não poderá exceder a 50% dentre os maiores valores (RIR/99, art. 347, § 1º): a) do lucro líquido, referente ao período-base do pagamento ou crédito dos juros, antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou b) dos saldos das contas sobre os lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

Neste contexto, as empresas estariam propensas a distribuir seus resultados em forma de juros sobre o capital próprio. Entretanto, observa-se certa resistência no mercado brasileiro em pagar juros sobre o capital próprio, uma vez que as expectativas dos acionistas recaem sobre o pagamento por meio de dividendos (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Os dividendos e os juros sobre o capital próprio diferem ainda entre a base de cálculo e a definição. Os juros sobre o capital próprio é a remuneração sobre o capital próprio dos acionistas, com base de cálculo no patrimônio líquido (Lei n. 9.249/95, art. 9); e os dividendos são os lucros distribuídos aos acionistas, apurados a partir do próprio lucro líquido. Ainda, os dividendos são tributados em nível corporativo, já os juros sobre o capital próprio são dedutíveis para a empresa, mas sujeitos a retenção na fonte para os acionistas (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Destaca-se que a legislação tributária determina a faculdade de imputação dos JSCP aos dividendos. Desta maneira, os JSCP podem ser incorporados no valor do dividendo mínimo obrigatório (Lei n. 9.249/95, art. 9). Costa Junior et. al (2004) destaca que os juros sobre capital próprio só podem ser imputados ao dividendo de que dispõe o artigo 202 da Lei nº 6.404/76, isto é o dividendo obrigatório.

Ressalta-se que por meio da Deliberação n. 683, da CVM, foi aprovada a Interpretação Técnica do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (ICPC) 08 (RI), que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos e, por analogia, a contabilização dos juros sobre o capital próprio, imputados aos dividendos.

Salienta-se que os juros pagos ou creditados, a título de remuneração do capital próprio, somente poderão ser imputados aos dividendos obrigatórios pelo seu valor líquido no imposto de renda na fonte (Lei n. 9.249/95, art. 9; ICPC 08-R1).

Em sua pesquisa Costa Junior et. al (2004) identificaram em uma amostra de 29 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, que a magnitude das empresas imputa os juros sobre capital próprio de forma errônea. Dentre os erros destaca-se: imputação dos juros sobre capital bruto aos dividendos obrigatórios, imputação dos juros sobre capital aos dividendos não obrigatórios e empresas com informações conflitantes entre relatórios contábeis (DMPL, formulário de referência e notas explicativas).

Cabe ressaltar que esta pesquisa limita-se às informações divulgadas, sem verificação se o procedimento de cálculo das empresas está adequado ou não. Contudo, o trabalho buscou verificar o impacto das informações divulgadas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis.

2.3.3 Distribuição da Remuneração aos acionistas

Discutidas as formas de distribuição dos resultados aos acionistas - via dividendos ou juros sobre o capital próprio, ou ambos - cabe evidenciar o cálculo dos dividendos obrigatórios, tratados no artigo 202, da Lei 6.404/76.

Os acionistas têm direito a receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto. Quando esse estatuto for omissivo a esta matéria, o valor deve ser formado pela metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) valor da constituição da reserva legal (art. 193); b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195); c) reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores (Lei n. 6.404/76, art. 202).

Vale ressaltar que o estatuto poderá determinar o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social. No caso da Assembleia geral deliberar sobre a alteração do estatuto, por esse ser omissivo a matéria, caberá à primeira introduzir norma que ditará que o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (Lei n. 6.404/76, art. 202).

Diante do exposto, observa-se que para o cálculo dos dividendos obrigatórios (estatutário/ou na omissão legislativa) é possível excluir da base de cálculo a reserva legal. A reserva legal corresponde a 5% do lucro líquido do exercício, antes de qualquer outra destinação. A

constituição da reserva legal não excederá a 20% do capital social. A companhia poderá não constituir a reserva legal no exercício, quando o saldo dessa reserva acrescido do montante das reservas de capital exceder a 30% do capital social (Lei n. 6.404/76, art.193).

A legislação societária brasileira ainda prevê que a Assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, constituir um valor á reserva, proveniente de incentivos fiscais da parcela do lucro líquido, decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos, que, por sua vez, poderá ser diminuída da base de cálculo do dividendo obrigatório (Lei n. 6.404/76, art.193).

Importante destacar que no exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202 da Lei n. 6.404/76, exceder a quantia realizada do lucro líquido do exercício, a Assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o valor ultrapassado à constituição de reserva de lucros a realizar (Lei n. 6.404/76, art.197), sendo que essa somente poderá ser utilizada para o pagamento do dividendo obrigatório.

Ademais, para efeito do inciso III do art. 202 da Lei n. 6.404/76, os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização (Lei n. 6.404/76, art. 202).

Quanto ao pagamento dos dividendos obrigatórios deverão ser pagos, salvo deliberação em contrário da Assembleia geral, no prazo de sessenta dias da data em que forem declarados e, em qualquer caso, dentro do exercício social (Lei n. 6.404/76, art. 205). Vale frisar que o pagamento pode ser feito por meio dos juros sobre o capital próprio, imputados aos dividendos.

Destaca-se proteção aos acionistas preferencialistas, em que os beneficiários de receber dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos, não terão o direito prejudicado pela constituição de reservas estatutárias, reserva para contingências, reserva para incentivos fiscais, reserva de retenção de lucros, reserva de lucros a realizar, reserva especial ou mesmo o pagamento do dividendo obrigatório (ICPC 08).

De acordo com a análise descritiva da composição da remuneração aos acionistas - via proventos em dinheiro - nas empresas listadas na BM&FBovespa, foi possível construir um

organograma do funcionamento das práticas adotadas por essas empresas. Entretanto, é imprescindível a conceituação de alguns termos.

A companhia que realiza balanço semestral, por determinação de lei ou de seu estatuto, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizada pelo estatuto, dividendos à conta do lucro apurado nesse balanço, esses podem ser denominados dividendos intermediários (Lei n. 6.404/76, art. 204; ICPC 08). Assim, a companhia poderá distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda ao montante das reservas de capital (Lei n. 6.404/76, art. 204).

O estatuto também poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral (Lei n. 6.404/76, art. 204). Para fins deste trabalho, os dividendos declarados e pagos da reserva de lucro são denominados dividendos extraordinários, seguindo a nomenclatura comumente utilizada em notas explicativas das companhias.

O pagamento de dividendos intermediários e dividendos extraordinários representam valores declarados e pagos, logo constituem uma remuneração passada.

Os dividendos propostos correspondem à parcela que exceder ao previsto legal ou ao prazo limitado pelo estatuto. Essa parcela deve ser reconhecida no patrimônio líquido, em conta específica, sob a denominação de “dividendo adicional proposto”, até a deliberação definitiva acordada pelos sócios (ICPC 08). Tais dividendos não caracterizam uma obrigação presente, assim só serão reconhecidos no passivo da companhia após a deliberação da Assembleia. Logo, tal dividendo representa um valor proposto (remuneração futura) e dependente da aprovação, ou não, da Assembleia, que ainda pode deliberar sobre o pagamento de um valor diferente ao proposto.

Por fim, a figura dos juros sobre capital próprio, discutida em tópico específico, em visão temporal existe parcela liquidada durante o exercício (remuneração passada) ou creditada no final do exercício (remuneração futura).

A Figura 2 apresenta o organograma do funcionamento da composição da remuneração aos acionistas no ambiente brasileiro:

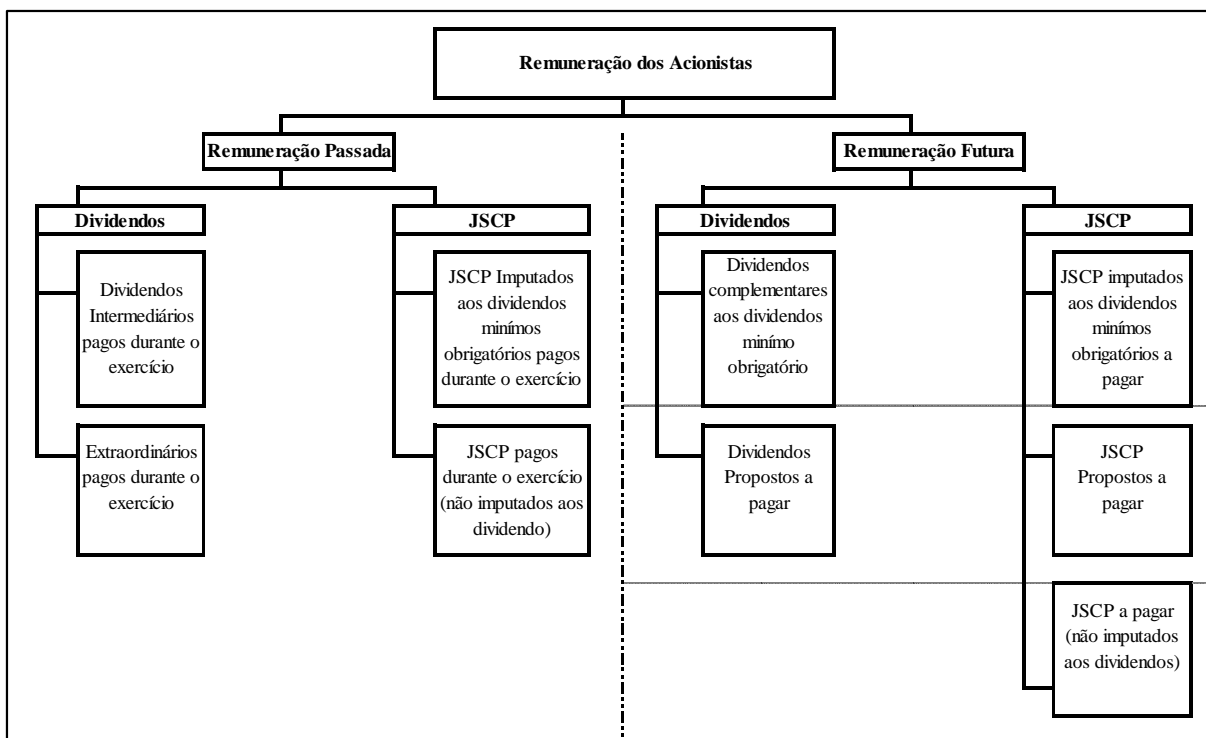


Figura 1 – Organograma da Composição da Remuneração aos acionistas no Brasil

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em uma visão temporal, destaca-se que a remuneração passada considera os valores que já foram pagos aos acionistas. E a remuneração futura os valores que ainda serão creditados (a pagar) ou dependem de aprovação da Assembleia para o pagamento (propostos). Outro fator, observado foi à imputação dos juros sobre o capital próprio aos dividendos; e ainda casos em que os juros sobre o capital próprio dependem da aprovação da Assembleia, isto é, são propostos a pagar.

3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Com base na questão central desta pesquisa e no referencial teórico apresentado foram desenvolvidas as hipóteses para solucionar a problemática.

A relevância da Contabilidade está relacionada à sua capacidade de gerar informações aos usuários externos, esta capacidade informacional denomina-se informatividade (SARLO NETO, 2009). O lucro líquido é uma informação contábil relevante para os investidores como critério para a decisão de investir (ou não) na empresa (BALL; BROWN, 1968).

Deste modo, as informações produzidas pelas demonstrações contábeis podem explicar o retorno das ações. Neste contexto, diversas outras variáveis contábeis podem influenciar as

decisões dos investidores, inclusive aquelas relacionadas à remuneração aos acionistas (BRUGNI *et al*, 2012).

A primeira hipótese formulada para essa pesquisa fundamenta-se na premissa de que: diante das formas para a remuneração aos acionistas - dividendos (Lei n. 6.404/76, art. 202), juros sobre o capital próprio (Lei n. 9.249/95), ou ambos - essas são as formas de remunerações dos proventos em dinheiro para os acionistas no mercado brasileiro (DECOURT; PROCIANOY, 2012).

Na teoria de agência existe um conflito de interesse entre os acionistas e os executivos, Jensen e Meckling (1976) identificaram que quanto mais proventos são distribuídos aos acionistas, menor é o fluxo de caixa livre da empresa. Diante disto, diminui os conflitos entre executivos e acionistas, e em consequência, aumenta o valor da empresa (NOVIS; SAITO, 2003).

Em outras palavras, a distribuição dos resultados por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio diminui o valor que depende de critérios gerenciais (discricionariedade), o que decorre que esta informação também é divulgada aos acionistas (BOULTON; ALVES; SHASTRI, 2012).

Hipótese 1 (H1): As remunerações aos acionistas contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

A presente pesquisa busca evidências na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas das empresas, neste trabalho foi utilizada como *proxy* a data efetiva de divulgação das demonstrações. Em uma visão temporal, os juros sobre o capital próprio são pagos em sua maioria mensalmente ou trimestralmente. Desta forma, em sua magnitude essa remuneração reflete imediatamente nos preços das ações, seguindo a hipótese do mercado eficiente, na forma semiforte (FAMA, 1970).

Por isso, acrescenta-se ao lucro contábil (BALL; BROWN, 1968), os dividendos, entretanto, agora sem o efeito da imputação dos JSCP (FRANCIS, SCHIPPER; VINCENT, 2005, p. 27). Os dividendos representam a remuneração que está sendo publicada e disponibilizada pela divulgação das demonstrações financeiras padronizadas, logo imediatamente refletirão nos preços das ações (FAMA, 1970). Neste contexto, surgem as seguintes hipóteses desta pesquisa sobre a análise temporal que caracteriza os dividendos e os JSCP:

Hipótese 2 (H2): Os dividendos puros (não enviesados pelos JSCP) contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Loss e Sarlo Neto (2003) complementam com a Teoria da Preferência Tributária, onde a taxa diferenciada de impostos leva os acionistas a escolher a forma de remuneração que tiver menor encargo tributário. Entretanto, os JSCP em sua magnitude já foram distribuídos antes da divulgação das demonstrações financeiras padronizadas, assim, tem-se a terceira hipótese:

Hipótese 3 (H3): Os juros sobre o capital próprio não contribuem para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Entretanto, na análise temporal é possível considerar as informações que efetivamente foram pagas (remuneração passada) e as informações creditadas ou previstas (remuneração futura), seja por meio de dividendos, por juros sobre o capital próprio, ou por ambos; com base no organograma da composição da remuneração aos acionistas adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa.

Diante disto, seguindo o mesmo embasamento da hipótese do mercado eficiente, na forma semiforte (FAMA, 1970), considera-se que a remuneração passada já foi refletida nos preços das ações na data do anúncio do pagamento das remunerações aos acionistas. Assim, na data da divulgação das demonstrações contábeis financeiras padronizadas o elemento surpresa que impactaria é a divulgação da remuneração futura. Desta forma, seguem outras duas hipóteses desta pesquisa.

Hipótese 4 (H4): As remunerações futuras dos acionistas (valores creditados e propostos de dividendos e juros sobre o capital próprio) contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Hipótese 5 (H5): As remunerações passadas dos acionistas (valores pagos de dividendos e juros sobre capital próprio) não contribuem para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Em consonância, aplica-se o proposto por Brugni *et al* (2012), verificando se a interação das variáveis explicativas (remuneração aos acionistas, dividendos puros, juros sobre o capital próprio, remuneração futura e remuneração passada) com o lucro líquido contribuem mais

para a informatividade do lucro contábil sobre o retorno das ações, do que os lucros individuais.

Formuladas as hipóteses da pesquisa, a próxima seção apresenta os procedimentos metodológicos; a definição das variáveis; e os modelos usados na pesquisa com o fim de evidenciar resultados empíricos que sustentem as hipóteses aqui levantadas.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.1 Caracterização da Pesquisa

O objetivo deste estudo é verificar se a política de remuneração aos acionistas adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa aumenta a capacidade informacional dos lucros para explicar o retorno das ações.

Andrade (2009, p. 119) afirma que a metodologia é um conjunto de métodos ou caminhos utilizados na construção do conhecimento.

Segundo Beuren *et al* (2010), quanto aos objetivos uma pesquisa pode ser: exploratória, descritiva ou explicativa. A presente pesquisa é descritiva, com delimitação da população com a finalidade de relatar, analisar, classificar, interpretar e comparar os dados obtidos. Gil (2008) acrescenta que esse tipo de pesquisa tem como objetivo principal a descrição das características de determinada população, ou fenômeno, ou a formação de relações entre variáveis.

De acordo com Beuren *et al* (2010), quanto aos procedimentos as pesquisas podem ser efetuadas por meio de: estudo de caso, pesquisa de levantamento, pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, pesquisa participante e pesquisa experimental. Nesse caso, inicialmente foi aplicada a pesquisa bibliográfica, seguida da documental, que por sua vez baseou-se nas demonstrações financeiras padronizadas e disponibilizadas pelos sites eletrônicos: da BM&FBovespa, da CVM e Comdinheiro.

No que diz respeito à abordagem do problema, Beuren *et al* (2010) explicam que a tipologia da pesquisa varia entre qualitativa e/ou quantitativa. Neste sentido, a pesquisa aqui

apresentada segue a tipologia quantitativa, considerando a utilização dos dados estatísticos na investigação (GIL, 2008).

Especificamente, no campo da Contabilidade, a pesquisa pode ser classificada em normativa ou positiva. Esta é positiva, segundo Iudícibus e Lopes (2004). A Teoria Positiva busca explicar e prever determinados fenômenos com base na realidade. De acordo com Watts e Zimmerman (1990), a Teoria Positiva da Contabilidade surgiu dos trabalhos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), como uma forma de integrar à metodologia empírica de finanças aos temas referentes ao mercado de capitais e a Contabilidade.

4.2 Coleta de Dados e Definição das Amostras

A população usada como amostra nessa dissertação é formada por empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. A pesquisa abrange o período de 2010 a 2014. A base de dados da pesquisa foi obtida por meio do *software* Comdinheiro, das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) e pelos sites eletrônicos da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para a coleta de dados adotou-se como métrica a data efetiva da divulgação disponível no site da CVM (ou data anterior disponível do fechamento de negociação no pregão), como *proxy* de divulgação das demonstrações financeiras padronizadas para preços de fechamento das ações das empresas e índice Ibovespa, utilizados nos cálculos dos retornos.

Considerou-se como preços das ações o preço diário de fechamento (ajustado por dividendos e proventos). O valor de mercado utilizado para ajustar as variáveis explicativas e o índice *Market-to-Book*, foi o preço de fechamento das ações multiplicado pelo número total de ações.

No *software* Comdinheiro foram obtidos os seguintes dados: lucro líquido, ativo total, passivo circulante, passivo não circulante, preços diários de fechamento das ações, número total de ações, presença na Bolsa, liquidez das ações (volume de negociação), setores e classe das ações.

No *site* da BM&FBovespa foram coletados os preços diários de fechamento do índice Ibovespa para cálculo do retorno do Ibovespa, destaca-se que foi utilizada os mesmos parâmetros para cálculo do retorno dos preços das ações, sendo estabelecido a data efetiva da divulgação das DFPs (ou data anterior disponível do fechamento).

Na seleção das amostras foram escolhidas as ações com o nível de presença na Bolsa superior a 80%. Em seguida, para evitar a duplicidade das ações de uma mesma empresa (ações ordinárias e preferenciais), optou-se pela ação que apresentar maior liquidez. Ressalta-se, ainda que as empresas do setor financeiro foram excluídas da amostra de pesquisa, devido principalmente por possuírem características, sobre a apuração do lucros, distintas das demais empresas.

A pesquisa limitou-se ao período de 2010 a 2014, a partir da análise das demonstrações financeiras padronizadas disponibilizadas pelo *site* da Comissão de Valores Mobiliários foram coletados (de forma manual) os dados referentes aos dividendos e aos juros sobre o capital próprio.

A amostra geral da pesquisa corresponde as empresas ativas que possuem ações negociadas na BM&FBovespa. A Tabela 1 apresenta a constituição da amostra final por ano e o total das observações.

Tabela 1 - Constituição das amostras finais

Painel A - Amostra final 2010	TOTAL
Amostra geral	716
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(476)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(30)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(33)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(20)
(-)Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(43)
(=) Amostra final de ações 2010	114
Painel B - Amostra final 2011	TOTAL
Amostra geral	716
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(467)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(28)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(28)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(21)
(-)Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(58)
(=) Amostra final de ações 2011	114
Painel C - Amostra final 2012	TOTAL
Amostra geral	716
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(462)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(30)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(14)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(23)
(-)Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(68)
(=) Amostra final de ações 2012	119
Painel D - Amostra final 2013	TOTAL

Amostra geral	716
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(458)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(30)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(16)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(23)
(-) Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(65)
(=) Amostra final de ações 2013	124

Painel E- Amostra final 2014	TOTAL
Amostra geral	691
(-) Exclusão das observações firma-ano nível inferior a 80% de presença na bolsa	(437)
(-) Exclusão das observações ações duplicadas por menor liquidez	(32)
(-) Exclusão das observações firma-ano por ausência de valor (<i>miss value</i>) na base de dados	(9)
(-) Exclusão das observações firma-ano financeiras	(22)
(-) Exclusão das empresas com prejuízo e/ou sem remuneração	(67)
(=) Amostra final de ações 2014	124
Amostra final por observações (A + B + C + D + E)	595
Amostra final empresas	172

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Por se trata de um painel desbalanceado foi observado que há empresas que não apresentam dados em todos os anos listados, já que essas não foram selecionadas pelo critério referente aos anos. Assim, o total de empresas analisadas no período corresponde a 172 (cento e setenta e duas).

Vale ressaltar que para tratamento dos *outliers* foram excluídas as ações das empresas que possuíam prejuízo e/ou as empresas que não apresentaram remuneração aos acionistas, não sendo necessário qualquer outro procedimento estatístico.

4.3 Características da amostra

Para o entendimento da composição da amostra, na Tabela 2 é apresentada a distribuição por setores econômicos pelo número de empresas e observações, a classificação é conforme *software* Comdinheiro.

Tabela 2 - Distribuição da amostra por setores econômicos

SETORES	Número de empresas	%	Número de observações	%
Agronegócio	1	0.58%	5	0.84%
Água e Saneamento	3	1.74%	15	2.52%
Alimentos Processados	9	5.23%	31	5.21%
Bens de Consumo e Varejo	9	5.23%	28	4.71%

SETORES	Número de empresas	%	Número de observações	%
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	3	1.74%	11	1.85%
Celulose, Papel e Madeira	5	2.91%	17	2.86%
Comércio	8	4.65%	29	4.87%
Construção e Imóveis	27	15.70%	103	17.31%
Energia e Serviços Básicos	19	11.05%	72	12.10%
Holding	6	3.49%	14	2.35%
Indústria	8	4.65%	28	4.71%
Indústria - Máqs. e Equip.	4	2.33%	9	1.51%
Indústria - Materiais de Construção	2	1.16%	8	1.34%
Indústria - Material Rodoviário	6	3.49%	21	3.53%
Informática	6	3.49%	19	3.19%
Metalurgia e Siderurgia	7	4.07%	23	3.87%
Mineração	1	0.58%	4	0.67%
Participações	1	0.58%	4	0.67%
Petroquímico	2	1.16%	6	1.01%
Saúde	10	5.81%	36	6.05%
Serviços	7	4.07%	23	3.87%
Serviços Educacionais	4	2.33%	9	1.51%
Tecidos, Vestuário e Calçados	6	3.49%	20	3.36%
Telefonia e Comunicações	4	2.33%	15	2.52%
Transportes	11	6.40%	34	5.71%
Utilidades Domésticas	3	1.74%	11	1.85%
Total	172	100.00%	595	100%

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Nota-se, na Tabela 2, que o setor mais representativo é classificado como “Construções e Imóveis” e “Energia e Serviços Básicos”, respectivamente com cerca de 15% e 10%, tanto no tocante ao número de empresas quanto ao número de observações. Os setores “Alimentos processados”, “Bens de consumo e varejo”, “Comércio”, “Indústria”, “Metalurgia e Siderurgia”, “Saúde”, “Serviços” e “Transporte” apresentam frequência com cerca 5 %, e em conjunto representam cerca de 40% da amostra final.

Em regra, na Figura 2 observa-se que cerca de metade das empresas utilizam-se do pagamento de proventos por meio de juros sobre capital próprio. Vale ressaltar, que os pagamentos do JSCP conjuntamente com os dividendos, deve-se ao fato do limite de dedutibilidade dos JSCP para fins do cálculo do lucro real. Entretanto, apesar do benefício fiscal concedido pelo pagamento de juros sobre capital próprio, cerca de 50% das empresas efetuam pagamento dos proventos exclusivamente por meio de dividendos.

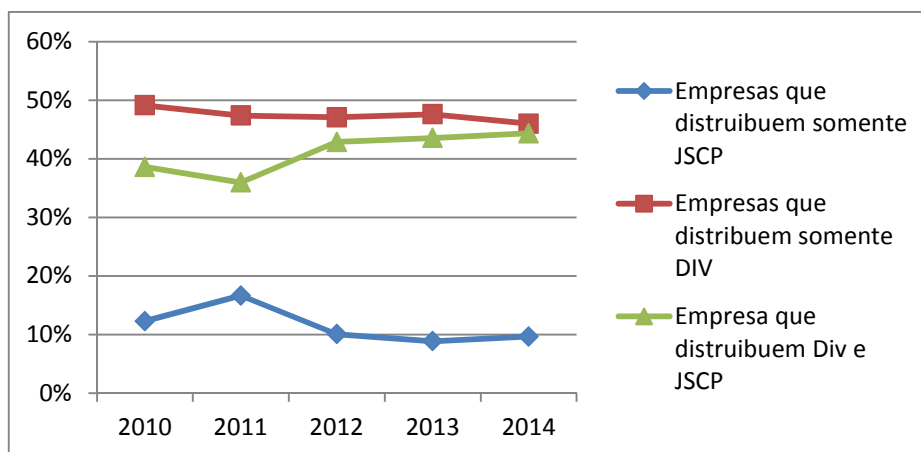


Figura 2 - Distribuição dos proventos aos acionistas

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 3 é apresentada a quantidade de empresas pelo percentual de distribuição de proventos sobre o lucro líquido do exercício. Destaca-se que valores inferiores a 25%, deve-se ao fato que existe constituição de reservas que reduz o calculo do dividendo obrigatório.

Tabela 3 - Percentual de Distribuição dos Proventos

Percentual	Número de Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014
Até 25%	34	36	40	40	37
De 25% a 49.99%	48	38	40	44	45
De 50% a 74.99%	13	10	17	16	16
Acima de 75%	19	30	22	24	26
Total	114	114	119	124	124

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nota-se, que a maior parte das empresas distribui, efetivamente, entre 25% a 50% dos lucros líquidos em forma de proventos. E ainda, cerca de 20% das empresas distribuem acima de 75% dos lucros líquidos.

Por fim, apresenta-se o percentual dos dividendos estipulado como mínimo obrigatório com base nos respectivos estatutos das empresas.

Tabela 4 - Percentual dos dividendos obrigatórios

Percentual	Número de Empresas				
	2010	2011	2012	2013	2014
0%	0	0	0	1	1
10%*	1	1	2	1	2
15%	0	0	0	1	1
25%	98	101	103	107	106
30%	8	5	7	6	5
33%	1	0	0	0	0
35%	2	2	0	1	0
37%	1	1	1	1	1
40%	1	1	2	1	1

Percentual	Número de Empresas				
45%	0	0	0	1	0
50%	2	3	4	4	7
Total	114	114	119	124	124

*10% do Capital Social.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Em suma, as empresas destacam em seu estatuto o valor mínimo de 25% do lucro líquido ajustado para ser distribuído em forma de proventos. Algumas empresas destacam 30% do lucro líquido ajustado, entretanto, representa apenas 5% das empresas da amostra final.

4.4 Definição das Variáveis

Neste tópico são descritas as variáveis utilizadas na pesquisa e os procedimentos para o cálculo das mesmas.

4.4.1 Variáveis Dependente

Os modelos apresentam como variável dependente o retorno anormal do preço das ações. No caso o retorno anormal da ação é ajustado pelo mercado, similarmente as pesquisas de Francis, Schipper e Vincent (2005), Sarlo Neto (2009) e Brugni *et al* (2012), conforme a fórmula:

$$RA_i = R_{it} - RIBOV_t \quad \text{Equação 1}$$

Em que:

RA_i = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ;

R_{it} = Retorno da ação da empresa i no período t ;

$RIBOV_t$ = Retorno do mercado no período t (retorno do mercado a variação do IBOVESPA).

A apuração do retorno da ação e do retorno do mercado (RIBOV) foram calculados similarmente, de acordo com as equações 2 e 3:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) \quad \text{Equação 2}$$

e

$$RIBOV_t = \ln \left(\frac{IBOV_{it}}{IBOV_{t-1}} \right) \quad \text{Equação 3}$$

Conforme proposto por Fama (1965), utilizou-se a forma logarítmica para cálculo dos retornos realizados. Este procedimento permite obter aderência à distribuição normal dos

retornos, premissa dos testes estatísticos (SOARES; ROSTAGNO; SOARES, 2002; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; GALENO *et al*, 2010).

Vale ressaltar que adotou-se como métrica para “t” a data efetiva da divulgação disponível no sítio da CVM (ou data anterior disponível do fechamento de negociação no pregão), como *proxy* de divulgação das demonstrações financeiras padronizadas para preços de fechamento das ações das empresas e índice Ibovespa, utilizados nos cálculos dos retornos. E que o preço diário de fechamento das ações são ajustado por dividendos e proventos.

4.4.2 Variáveis Independentes

Os modelos apresentam como variável comum explicativa o lucro líquido devido sua capacidade informacional (BALL; BROWN, 1968; SARLO NETO, 2004, 2009). Neste caso, o lucro líquido divulgado ajustado pelo valor de mercado, conforme proposto por Sarlo Neto (2009) e Brugni *et al* (2012), obtém-se por:

$$LLA_{it} = \left(\frac{LLA_{it}}{VM_{i,t-1}} \right) \quad \text{Equação 4}$$

Em que:

Lucro Líquido Ajustado ($LLA_{i,t}$): é o lucro líquido da empresa i no período t, ajustado ao valor de mercado em t-1.

Para a primeira hipótese, inclui-se ao modelo a remuneração total dos acionistas, compreendendo os valores pagos e creditados de dividendos e juros sobre o capital próprio, apresentados na Figura 2. Segue fórmula:

$$REM_{it} = \left(\frac{REM_{i,t}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 5}$$

Em que:

Remuneração aos acionistas ($REM_{i,t}$): é o percentual da remuneração aos acionistas sobre o lucro líquido da empresa i no período t.

Para responder a segunda hipótese desta pesquisa, acrescenta-se como variável independente, os dividendos puros divulgados no exercício (DIVP). Os dividendos puros compreendem todos os valores pagos e creditados e/ou propostos. Vale ressaltar que para o cálculo dos

dividendos puros são excluídos os juros sobre o capital próprio, imputados aos dividendos, conforme informação evidenciada nas notas explicativas das demonstrações padronizadas das empresas. Este procedimento de exclusão evita a duplicidade de valores, simultaneamente em dividendos e JSCP. Segue cálculo:

$$DIVP_{it} = \left(\frac{DIVP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \textbf{Equação 6}$$

Em que:

Dividendos puros ajustados ($DIVP_{i,t}$): é o percentual dos dividendos sobre o lucro líquido da empresa i no período t.

Adicionalmente, para constituir evidências para a terceira hipótese desta pesquisa, o segundo modelo contempla a variável: juros sobre o capital próprio divulgados. Os juros sobre o capital próprio compreendem todos os valores pagos e creditados e/ou propostos. Conforme cálculo abaixo:

$$JSCP_{it} = \left(\frac{JSCP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \textbf{Equação 7}$$

Em que:

Juros sobre o capital próprio ajustados ($JSCP_{i,t}$): é o percentual dos juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido da empresa i no período t.

Para analisar a quarta e quinta hipóteses desta pesquisa, o terceiro modelo modifica a apresentação das variáveis: dividendos e juros sobre o capital próprio. Agora, o modelo apresenta classificações diferentes, com a dissociação dos valores pagos e valores creditados ou propostos a pagar, constituindo, respectivamente, as variáveis: remuneração passada e remuneração futura, ambas ajustadas pelo valor de mercado.

A remuneração passada é composta por pagamentos de dividendos e juros sobre o capital próprio efetuados no exercício analisado. Neste caso, compõe a remuneração passada: os juros sobre o capital próprio pagos (imputados e não imputados aos dividendos), os dividendos pagos (dividendos intermediários e dividendos extraordinários). De acordo com a Hipótese do Mercado Eficiente, tais valores já foram refletidos nos preços das ações, visto

que já foram publicados (presume-se pelos pagamentos efetuados). Segue cálculo da remuneração passada.

$$RP_{it} = \left(\frac{RP_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 8}$$

Em que:

Remuneração passada ($RP_{i,t}$): é o percentual da remuneração passada sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

A remuneração futura é composta por dividendos a pagar e juros sobre o capital próprio a pagar e proposto a pagar. Assim, compõe a remuneração futura: os juros sobre o capital a pagar e propostos (imputados aos dividendos, proposto a pagar, JSCP a pagar); e os dividendos a pagar e propostos (dividendos complementares ao mínimo a pagar e dividendos propostos). Segundo a Hipótese do Mercado Eficiente, os preços das ações refletem devidamente as informações publicamente disponíveis (FAMA, 1970). Segue cálculo da remuneração futura:

$$RF_{it} = \left(\frac{RF_{it}}{LL_{i,t}} \right) \quad \text{Equação 9}$$

Em que:

Remuneração Futura ($RF_{i,t}$): é o percentual da remuneração futura sobre o lucro líquido da empresa i no período t .

4.4.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram escolhidas de acordo com a relação encontrada com a informatividade apresentada nos trabalhos investigados na literatura nacional e internacional. Neste ponto, a intenção é isolar os efeitos sobre as variáveis dependentes da informatividade, buscando mitigar distorções nas análises.

Este trabalho utiliza como variáveis de controle: o tamanho da empresa (ATIASE, 1985; FREEMAN, 1987; COLLINS; KOTHARI, 1989; CHANEY; JETER, 1992; SARLO NETO, 2009); o endividamento (DHALIWAL; LEE; FARGHER, 1991; FAN; WONG, 2002; FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2005; SARLO NETO, 2009); *Market-book* (COLLINS;

KOTHARI, 1989; SARLO NETO, 2009; SARLO NETO; BASSI; ALMEIDA, 2011); e o prejuízo (SARLO NETO, 2009).

O logaritmo natural do ativo total foi utilizado como a variável tamanho (TAM_{it}), conforme segue:

$$TAM_{it} = Ln (Ativo Total) \quad \textbf{Equação 10}$$

Em que:

Tamanho (TAM_{it}): é o logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t.

A variável de endividamento (END_{it}) foi medida pela relação entre o capital de terceiros (passivo circulante e não circulante) e o passivo total.

$$END_{it} = \left(\frac{CT_{it}}{PT_{i,t}} \right) \quad \textbf{Equação 11}$$

Em que:

Endividamento (END_{it}): Endividamento da empresa i no período t; (CT_{it}): Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa i no período t; (PT_{it}): Passivo Total da empresa i no período t;

A *proxy* para avaliação de oportunidades de crescimento foi utilizada como índice *Market-to-Book*, representada pela relação entre o valor de mercado dos ativos e o valor contábil do patrimônio líquido.

$$MTB_{it} = \left(\frac{VM_{it}}{Vcont_{i,t}} \right) \quad \textbf{Equação 12}$$

Em que:

(MTB_{it}): é o índice *Market-to-Book* da empresa i no ano t; ($Vcont_{it}$) é o valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no ano t.

Assim, obtêm-se as variáveis de controle que serão representadas nos modelos pela seguinte expressão:

$$\sum_1^n y_n Controlo_{it} = \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END_{i,t} + \omega_3 MTB_{i,t} + \omega_4 ANO_{i,t}$$

Em que:

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t .

ω_1 = Coeficiente angular entre a variável tamanho e o retorno ajustado;

$TAM_{i,t}$ = Variável de controle do tamanho da empresa i no período t ;

ω_2 = Coeficiente angular entre a variável Endividamento e o Retorno Ajustado;

$END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ;

ω_3 = Coeficiente angular entre a variável MTB e o retorno ajustado;

MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t .

ω_4 = Coeficiente angular entre a variável ANO e o Retorno Ajustado;

ANO = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para determinado ano e 0 para os outros anos;

Na sequência, procede-se a descrição dos modelos estatísticos utilizados para evidenciar os resultados empíricos das hipóteses estudadas.

4.5 Métodos Analíticos e Estatísticos

Com vistas a cumprir o objetivo de analisar se a política de remuneração aos acionistas adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa aumenta a informatividade dos lucros para explicar o retorno das ações, foi aplicado o modelo de regressão linear múltipla para explicar a possibilidade da informatividade dos lucros contábeis ser influenciada pela composição de remuneração aos acionistas.

4.5.1 Modelos de Regressão – Informatividade dos Lucros

Utilizou-se o modelo de regressão múltipla linear para testar as hipóteses levantadas neste trabalho. A interpretação moderna da regressão exprime que:

[...] a análise de regressão ocupa-se do estudo da dependência de uma variável, a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as variáveis explicativas, com o objetivo de estimar/prever a média ou valor médio (da população) da dependente em termos de valores conhecidos ou fixos (em amostragem repetida) das explicativas (GUJARATI, 2000, p. 4).

Os modelos são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e está configurado sob a abordagem POOLED. Utilizou-se a técnica de correção de erros pelo teste de White para corrigir problemas de heterocedasticidade nas amostras de pesquisa ao aplicar os modelos econométricos. E ressalta-se que os números das observações não são os mesmos para cada período “t”.

O modelo aqui utilizado é similar aos modelos de informatividade de Francis, Schipper e Vincent (2005), Sarlo Neto (2009) e Brugni *et al* (2012), entretanto esse se distingue quanto a variável de interesse para explicar as hipóteses. O modelo (M1) tem ênfase na remuneração total dos acionistas, variável de interesse, com o propósito de responder a primeira hipótese.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot REM_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n Controle_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (M1)$$

Em que:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t;

α_0 = Intercepto;

β_1 = Coeficiente angular entre o Lucro Líquido Ajustado e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e REM e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t} \cdot REM_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e a Remuneração total dos acionistas ajustada;

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

Para este modelo de informatividade (M1), espera-se que o coeficiente de interesse β_1 seja positivo e significativo para explicar/prever os retornos das ações. E ainda para o coeficiente γ_1 , que consiste na interação entre a remuneração total dos acionistas e o lucro contábil, espera-se que seja positivo e significativo, o que implica que a remuneração total dos acionistas exerce influência positiva na sobre a informatividade do lucro contábil. Todavia, se

o valor de γ_1 for negativo e estatisticamente significativo, indicará que os dividendos têm influência negativa na informatividade dos lucros contábeis.

O segundo modelo (M2) busca evidências para as hipóteses H2 e H3, com ênfase na influência dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio na informatividade dos lucros contábeis sobre os retornos anormais das ações das empresas.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot DIVP_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t} \cdot JSCP_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n Controle_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (M2)$$

Em que:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t;

α_0 = Intercepto;

β_1 = Coeficiente angular entre o Lucro Líquido Ajustado e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e DIVP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t} \cdot DIVP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e os Dividendos Puros Ajustados;

γ_2 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e JSCP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t} \cdot JSCP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o JSCP Ajustado;

$Controle_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

Para este modelo de informatividade (M2), espera-se que o coeficiente de interesse β_1 seja positivo e significativo para explicar/prever os retornos das ações. E ainda para o coeficiente γ_1 , que consiste na interação entre os dividendos puros e o lucro contábil, espera-se que seja positivo e significativo, o que implicará em que os dividendos puros exercem influência positiva na sobre a informatividade do lucro contábil. Todavia, se o valor de γ_1 for negativo e

estatisticamente significativa, indicará que os dividendos têm influência negativa na informatividade dos lucros contábeis.

E o coeficiente γ_2 , que consiste na interação entre os juros sobre o capital próprio e o lucro contábil, espera-se que não seja significativo, o que implicará em que os juros sobre o capital próprio não exercem influência sobre a informatividade do lucro contábil, na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas.

Por fim, segue o modelo de informatividade (M3) para constituir evidências empíricas para as duas últimas hipóteses desta pesquisa, considerando os efeitos das remunerações futuras e passadas.

$$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t} + \sum_1^n y_n \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{M3})$$

Em que:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t;

α_0 = Intercepto;

β_1 = Coeficiente angular entre o Lucro Líquido Ajustado e o Retorno Ajustado; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t;

γ_1 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e RF e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o RF Ajustado;

γ_2 = Coeficiente angular entre a interação do LLA e RP e o Retorno Ajustado;

$LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o RP Ajustado;

$\text{Controle}_{i,t}$: são as variáveis de controle da empresa i no período t;

MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do Modelo.

Neste modelo de informatividade (M3), há dois coeficientes de interesse γ_1 e γ_2 . Para o coeficiente γ_1 , que consiste na interação entre remuneração futura e o lucro contábil, espera-se que seja positivo e significativo, o que implicará em que a remuneração futura exerce influência positiva sobre a informatividade do lucro contábil. Enquanto, o coeficiente γ_2 , que

consiste na interação entre remuneração passada e o lucro contábil, espera-se que não seja significativo, o que implicará em que a remuneração passada não exerce influência negativa sobre a informatividade do lucro contábil na divulgação anual.

5 ANÁLISES DE DADOS E RESULTADOS DA PESQUISA

As hipóteses de pesquisa retratam a influência da composição da remuneração aos acionistas no poder da informatividade do lucro do retorno anormal das ações. Para tanto, foram construídos três modelos, que buscaram identificar a composição da remuneração que impacta nos preços das ações. A seguir são apresentados os resultados conforme cada modelo.

5.1 Modelo de Informatividade da Remuneração aos acionistas (M1)

O primeiro modelo (M1) proposto busca evidências para a primeira hipótese da pesquisa, considerando o impacto da remuneração total dos acionistas, isto é, a soma dos proventos pagos, creditados e propostos. Essa hipótese sustenta que as remunerações aos acionistas contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.

Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo M1 de informatividade, com ênfase na remuneração total dos acionistas.

Tabela 5 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade REM

Estatística	RA	LLA	LLAREM	TAM	END	MTB
Observações	595	595	595	595	595	595
Média	0.0349	0.1179	0.0494	22.2304	0.5350	2.7341
Desvio-padrão	0.4488	0.1217	0.0532	1.4505	0.1714	3.8665
Min	-1.6127	0.0011	0.0000	18.0485	0.0054	0.1276
p25	-0.1845	0.0496	0.0175	21.2116	0.4315	0.9731
p50	0.0537	0.0858	0.0314	22.1527	0.5458	1.6253
p75	0.2877	0.1436	0.0615	23.2297	0.6490	2.9333
Max	4.0212	1.1538	0.4518	27.3473	0.9311	51.7516

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LLA_{i,t} \cdot REM_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual da Remuneração aos acionistas; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ;

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Observa-se, na Tabela 5, pelas estatísticas descritivas que as variáveis de controle MTB E TAM apresentam maior dispersão dos dados, respectivamente com desvio-padrão de 3,8665 e

1,4505. As demais variáveis possuem RA, LLA, REM e LLAREM apresentam uma menor dispersão de dados, quando comparada as variáveis de controle supracitadas.

Na sequência, a Tabela 6 evidencia a correlação de Pearson entre as variáveis quantitativas do modelo de informatividade, com ênfase na remuneração total dos acionistas, na forma de proventos.

Tabela 6 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade REM

	RA	LLA	LLAREM	TAM	END
LLA	0.159***				
LLAREM	0.114***	0.573***			
TAM	-0.101**	-0.059	-0.068*		
END	-0.026	0.036	-0.049	0.263***	
MTB	0.062	-0.124***	0.009	-0.178***	0.208***

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t; $LLA_{i,t}.REM_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual da Remuneração aos acionistas; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t;

Nota:***,**,*, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Com base na Tabela 6, verifica-se uma associação positiva e significativa da variável RA, variável dependente, com as variáveis explicativas LLA, LLAREM, apresentando a maior correlação de 0,573 entre as variáveis LLA e LLAREM. Quanto às variáveis de controle, observa-se uma relação negativa e significativa com a variável TAM. Por fim, na Tabela 4 não se constata a presença de colinearidades entre os pares, visto que foram menores que 0,7.

Segue-se com os resultados da regressão, contemplando abordagem de *Pooled*.

Tabela 7 – Resultados das regressões do modelo de informatividade REM

$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t}.REM_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n Controle_{it} + \varepsilon_{i,t}$ (M1)	
VARIÁVEIS	POOLED
LLA	0.565*** (4.054)
LLAREM	0.507* (1.924)
TAM	-0.0218 (-1.341)
END	-0.0626 (-0.579)
MTB	0.00553 (1.108)
ANO2011	0.0632 (1.359)
ANO2012	0.265*** (4.302)

ANO2013	0.0340 (0.659)
ANO2014	-0.153*** (-2.876)
Constant	0.405 (1.174)
<i>Observations</i>	595
<i>R-squared</i>	12.80%
<i>r2_a</i>	11.50%
<i>F</i>	8.827

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $REM_{i,t}$ = Remuneração aos acionistas ajustada da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}.REM_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e a Remuneração aos acionistas ajustada; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ; ANO = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para determinado ano e 0 para os outros anos;

Nota:***, **, *, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Analisando a Tabela 7, observa-se que a variável explicativa LLA possui coeficiente positivo e estatisticamente significativo no modelo, condizente com a teoria. No que tange a interação entre as remunerações aos acionistas (REM) e o lucro contábil ajustado (LLA), à variável LLAREM, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente Y_2 foi positivo e estatisticamente significativo, no nível de significância de 10%, há evidências que a remuneração aos acionistas contribuem positivamente para a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se **H1**.

5.2 Modelo de Informatividade do DIVP e JSCP (M2)

O segundo modelo de informatividade proposto busca evidências com ênfase nos dividendos puros e nos juros sobre o capital próprio para segunda e terceira hipótese desta pesquisa. Com base nos procedimentos indicados na metodologia, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo de informatividade.

Tabela 8 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade DIVP e JSCP

Estatística	RA	LLA	LLADIVP	LLAJSCP	TAM	END	MTB
Observações	595	595	595	595	595	595	595
Média	0.0349	0.1179	0.0372	0.0122	22.2304	0.5350	2.7341
Desvio-padrão	0.4488	0.1217	0.0518	0.0190	1.4505	0.1714	3.8665
Min	-1.6127	0.0011	0.0000	0.0000	18.0485	0.0054	0.1276
p25	-0.1845	0.0496	0.0060	0.0000	21.2116	0.4315	0.9731
p50	0.0537	0.0858	0.0214	0.0032	22.1527	0.5458	1.6253
p75	0.2877	0.1436	0.0458	0.0176	23.2297	0.6490	2.9333

Max	4.0212	1.1538	0.4518	0.1661	27.3473	0.9311	51.7516
------------	--------	--------	--------	--------	---------	--------	---------

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t; $LLA_{i,t}.DIVP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos Dividendos; $LLA_{i,t}.JSCP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos JSCP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t;

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Em relação ao modelo anterior, esse inclui as variáveis de interesse, LLADIVP e LLAJSCP. Assim, observam-se na Tabela 8, pelas estatísticas descritivas, que essas variáveis de interesse são as que apresentam uma menor dispersão dos dados, quando comparadas as outras variáveis. A seguir, apresenta-se a correlação de Pearson na Tabela 9:

Tabela 9 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade DIVP e JSCP

	RA	LLA	LLADIVP	LLAJSCP	TAM	END
LLA	0.159***					
LLADIVP	0.104**	0.527***				
LLAJSCP	0.037	0.167***	-0.108***			
TAM	-0.101**	-0.059	-0.083**	0.034		
END	-0.026	0.036	0.002	-0.141***	0.263***	
MTB	0.062	-0.124***	0.047	-0.104**	-0.178***	0.208***

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t; $LLA_{i,t}.DIVP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos Dividendos; $LLA_{i,t}.JSCP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos JSCP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t;

Nota: ***, **, *, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

A Tabela 9 evidencia a correlação de Pearson entre as variáveis quantitativas do modelo de informatividade, com ênfase nos dividendos puros e juros sobre o capital próprio. Observa-se uma relação estatisticamente significativa da variável RA com as variáveis independentes do modelo, com exceção da variável de controle dos JSCP e as interações LLADIVP e LLAJSCP. Destaca-se uma associação positiva e significativa da variável RA, variável dependente, com a variável explicativa DIVP, com a menor correlação de 0.092 entre as variáveis RA e DIVP.

Na Tabela 10, apresentam-se os resultados da regressão, conforme a aplicação do modelo de *Pooled*.

Tabela 10 – Resultados das regressões do modelo de informatividade DIVP e JSCP

$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t}.DIVP_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t}.JSCP_{i,t} + \sum_1^n y_n Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (M2)$	
VARIÁVEIS	POOLED

LLA	0.567*** (4.101)
LLADIVP	0.475* (1.827)
LLAJSCP	0.937 (1.15)
TAM	-0.0223 (-1.360)
END	-0.0555 (-0.505)
MTB	0.00568 (1.140)
ANO2011	0.0661 (1.434)
ANO2012	0.270*** (4.324)
ANO2013	0.0383 (0.742)
ANO2014	-0.149*** (-2.794)
Constant	0.404 (1.171)
<i>Observations</i>	595
<i>R-squared</i>	12.90%
<i>r2_a</i>	11.40%
<i>F</i>	8.010

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LLA_{i,t} \cdot DIVP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos Dividendos; $LLA_{i,t} \cdot JSCP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual dos JSCP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ; ANO = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para determinado ano e 0 para os outros anos;

Nota: ***, **, *, significativa a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Analisando a Tabela 10, constata-se a interação entre os dividendos puros (DIVP) e o lucro contábil ajustado (LLA), a variável LLADIVP, verifica-se que o coeficiente y_1 foi positivo e estatisticamente significativo, ao nível de 10% de confiança, assim há evidências que os dividendos puros exercem influência positiva na sobre a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se a **H2**.

Em relação à variável LLAJSCP, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente y_2 não foi estatisticamente significativo, logo não há evidências que os juros sobre o capital próprio exercem influência sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis, não rejeita-se a **H3**. Vale ressaltar, que os juros sobre capital próprio é pago em sua magnitude no

decorrer do exercício contábil, mensalmente ou trimestralmente. Contudo, na data da divulgação da informação contábil, tal valor já foi absorvido pelo mercado.

5.3 Modelo de Informatividade das Remunerações Futuras e Passadas (M3)

O terceiro modelo de informatividade proposto busca evidências sobre a informatividade, com ênfase nas remunerações futura e passada para as últimas três hipóteses deste estudo. Com base nos procedimentos indicados na metodologia, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo M3.

Tabela 11 – Estatística descritiva para o modelo de informatividade RF e RP

Estatísticas	RA	LLA	LLARF	LLARP	TAM	END	MTB
Observações	595	595	595	595	595	595	595
Média	0.0349	0.1179	0.0341	0.0168	22.2304	0.5350	2.7341
Desvio-padrão	0.4488	0.1217	0.0443	0.0362	1.4505	0.1714	3.8665
Min	-1.6127	0.0011	0.0000	0.0000	18.0485	0.0054	0.1276
p25	-0.1845	0.0496	0.0086	0.0000	21.2116	0.4315	0.9731
p50	0.0537	0.0858	0.0215	0.0011	22.1527	0.5458	1.6253
p75	0.2877	0.1436	0.0423	0.0200	23.2297	0.6490	2.9333
Max	4.0212	1.1538	0.4212	0.4518	27.3473	0.9311	51.7516

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RF; $LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ;

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Observa-se na Tabela 11, pelas estatísticas descritivas, ressalta-se que as variáveis de controle MTB e TAM apresentam maior dispersão dos dados. As variáveis explicativas LLARF e LLARP, de interesse desse modelo, são as que apresentam a menor dispersão de dados, quando comparadas as demais variáveis.

Na sequência, a Tabela 12 evidencia a correlação de Pearson entre as variáveis quantitativas do modelo de capacidade informacional, com ênfase na remuneração futura e na remuneração passada.

Tabela 12 – Correlação de Pearson para as variáveis do modelo de informatividade RF e RP

	RA	LLA	LLARF	LLARP	TAM	END
LLA	0.159***					
LLARF	0.104**	0.527***				
LLARP	0.037	0.167***	-0.108***			
TAM	-0.101**	-0.059	-0.083**	0.034		
END	-0.026	0.036	0.002	-0.141***	0.263***	
MTB	0.062	-0.124***	0.047	-0.104**	-0.178***	0.208***

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RF; $LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ; ANO = Variável *Dummy* que assume valor de 1 para determinado ano e 0 para os outros anos;

Nota: ***, **, *, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Com base na Tabela 12, verifica-se uma associação positiva e significativa da variável RA, variável dependente, com as variáveis explicativas LLARF, apresentando a maior correlação de 0,527 entre as variáveis LLA e LLARF, fato esperado devido às interações. Quanto às variáveis de controle, observa-se uma relação negativa e significativa entre as variáveis RA e TAM. Por fim, na Tabela 10 não se considera a presença de colinearidades entre os pares, visto que foram menores que 0,7.

Com base no disposto na Tabela 13, segue-se com resultados da regressão contemplando a abordagem pelo modelo de *Pooled*.

Tabela 13 – Resultados das regressões do modelo de informatividade RF e RP

$RA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LLA_{i,t} + \gamma_1 LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t} + \gamma_2 LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t} + \sum_1^n \gamma_n \text{Controle}_{it} + \varepsilon_{i,t}$ (M3)	
VARIÁVEIS	POOLED
LLA	0.505*** (3.308)
LLARF	0.678* (1.694)
LLARP	0.543 (1.616)
TAM	-0.0212 (-1.311)
END	-0.0736 (-0.689)
MTB	0.00587 (1.187)
ANO2011	0.0619 (1.329)
ANO2012	0.270*** (4.383)
ANO2013	0.0289 (0.562)
ANO2014	-0.162*** (-3.012)
CONSTANT	0.399 (1.159)
Observations	595
R-squared	12.90%

$r2_a$
F

11.50%
8.247

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; $LLA_{i,t}$ = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $LLA_{i,t} \cdot RF_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RF; $LLA_{i,t} \cdot RP_{i,t}$ = Interação entre o Lucro Líquido Ajustado e o percentual RP; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; MTB = Variável de controle *Market-to-Book* da empresa i no período t ;

Nota:***,**,*, significante a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados da pesquisa, elaborada pelo autor.

Com base no disposto na Tabela 13, a variável explicativa LLA possui coeficiente positivo e estatisticamente significante no modelo, condizente com a teoria. Em relação à variável LLARF, de interesse neste modelo, verifica-se que o coeficiente Y_2 foi positivo e significativo, ao nível de confiança de 10%, com evidências que a remuneração futura exerça influência positiva na sobre a capacidade informacional do lucro contábil, não rejeita-se **H4**.

Em consonância, o coeficiente da interação entre o percentual da remuneração passada (RP) e o lucro contábil ajustado (LLA), a variável LLARP, não foi estatisticamente significativo, logo não há evidências que exerce influência sobre a capacidade informacional do lucro contábil. Há evidências para não rejeitar a **H5**, o que indica que a informação da remuneração passada já foi absorvida pelo mercado no momento do pagamento e, agora, na divulgação dos resultados contábeis das empresas não reflete nos preços das ações.

Destaca-se que a remuneração futura contempla os valores creditados e previstos aos acionistas, constantes na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas que ainda não foram liquidados. Estes valores são os que ainda têm poder informacional e refletiriam na divulgação das DFPs. Todavia, não significa que os valores dos proventos pagos durante o exercício não tenham poder informacional, mas que na data da divulgação anual dos números contábeis, estes já foram absorvidos pelo mercado.

Adicionalmente, verifica-se em todos os modelos (M1, M2 e M3), que os coeficientes das variáveis de controle, TAM, END e MTB não foram significativos. Em relação ao Endividamento, o resultado foi similar ao encontrado por Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011) em estudo realizado em países da América Latina. Entretanto, quanto ao tamanho da empresa, os autores apontaram uma relação de influência negativa; e uma relação positiva do índice de *Market-to-book*.

O lucro líquido mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos, como a principal variável que impacta nos retornos das ações, este resultado é condizente com a teoria (BALL E BROWN, 1968; E BEAVER 1968, SARLO NETO, 2009).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve por objetivo geral verificar a contribuição da composição da remuneração aos acionistas, adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa, a para a capacidade informacional dos lucros para explicar o retorno das ações, na divulgação das demonstrações financeiras padronizadas anuais.

A amostra de pesquisa foi formada por 172 ações de empresas, no período de 2010 a 2014, com 595 observações por variável no período. Para atingir o objetivo da pesquisa foram desenvolvidas cinco hipóteses, que buscaram verificar a composição da remuneração aos acionistas que impacta positivamente, ou não, na capacidade informacional dos lucros contábeis. Segue resumo dos resultados:

Hipóteses	Descrição das Hipóteses	Resultado
H1	As remunerações aos acionistas contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.	Confirmada
H2	Os dividendos puros (não enviesados pelo JSCP) contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.	Confirmada
H3	Os juros sobre o capital próprio não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.	Confirmada
H4	As remunerações futuras dos acionistas (valores previstos de dividendos e juros sobre o capital próprio) contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações	Confirmada
H5	As remunerações passadas dos acionistas (valores pagos de dividendos e juros sobre o capital próprio) não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações.	Confirmada

Quadro 1 – Resultados das hipóteses

Fonte: Dados da pesquisa, elaborado pelo autor.

Em análise geral, o lucro líquido mostrou-se positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos testados, como a principal variável que impacta no retorno das ações, este resultado é condizente com a teoria (BALL; BROWN, 1968; BEAVER 1968; SARLO NETO, 2009).

Na hipótese 1, a interação entre lucro líquido ajustado e o percentual das remunerações aos acionistas (todos valores de proventos pagos, creditados e/ou propostos) mostraram-se significativas e positivas, indicando que a remuneração total dos acionistas contribuem positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis, confirmando a H1. Este indício é conflitante, quando comparado ao apontado por Nagem e Amaral (2013) que evidenciaram a irrelevância das remunerações no retorno das ações, ressalva-se que o período de análise dos autores contemplou um ambiente de instabilidade econômica, de 2009 a 2011.

Na hipótese 2, A interação entre o lucro líquido ajustado e o percentual dos dividendos puros (desconsiderando a imputação dos juros sobre o capital próprio) sobre os lucros líquido, foram significativos e positivos, indicando que os dividendos contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar os retorno das ações, logo confirma-se a H2. Os resultados foram similarmente encontrados no estudo Brugni *et. al* (2012) em relação a contribuição positiva dos dividendos. Entretanto, nos estudos de Brugni *et. al* (2012) no mercado brasileiro e Francis, Schipper e Vincent (2005) no mercado americano, os dividendos apresentaram mais informativos que os lucros isolados.

No que tange a hipótese 3, as interações entre o lucro líquido contábil o percentual dos juros sobre o capital próprio sobre o lucro líquido não foram significativas, indicando que não têm impacto na capacidade informacional do lucro contábil. Assim, há evidências de que essa composição de remuneração aos acionistas não impacta no retorno das ações, na data da divulgação das demonstrações financeiras anuais, não rejeita-se H3.

Neste aspecto, destaca-se que os achados da característica da amostra final desta pesquisa é similar aos resultados de Boulton, Alves e Shastri (2012), que mesmo perante a vantagem fiscal dos juros sobre o capital próprio, as empresas continuam a pagar dividendos, para atender a demanda dos acionistas.

Neste ponto, o resultado indica que a remuneração aos acionistas por juros sobre o capital próprio é uma informação já absorvida pelo mercado, dado aos pagamentos mensais e trimestrais no decorrer do exercício, condizente com HME, na forma semiforte (FAMA, 1970). Deste modo, na divulgação das demonstrações contábeis anuais, tal informação já foi refletida nos preços das ações.

Em relação à hipótese H4 e H5, as remunerações totais dos acionistas foram divididas entre: remunerações passadas (valores dos proventos pagos) e remunerações futuras (valores dos

proventos creditados e propostos). Conforme se esperava, os resultados foram significativos apenas para as remunerações futuras, sinalizando que essa informação em sua magnitude que tem impacto positivo na capacidade informacional do lucro.

Adicionalmente, o tamanho da empresa, endividamento e o índice de *Market-to-book* apresentaram-se não significativos nos três modelos, não foi identificada influência no retorno das ações, resultado não condizente com teoria internacional (ATIASE, 1985; FREEMAN, 1987; COLLINS; KOTHARI, 1989; CHANEY; JETER, 1992). Destaca-se que em relação ao endividamento, o resultado foi similar ao encontrado por Sarlo Neto, Bassi e Almeida (2011) em estudo realizado em países da América Latina.

No geral, as composições a remuneração total dos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014. Todavia, os juros sobre capital próprio e as remunerações passadas não contribuem para capacidade informacional dos lucros contábeis, dado que já foram refletidos nos preços das ações no momento da divulgação das DFPs.

Salienta-se que a falta de informação de algumas empresas, inclusive sobre a cotação de fechamento diário dos preços das ações, bem como a não apresentação do cálculo dos dividendos, com as devidas formas de pagamento, apresentaram-se como limitações desta pesquisa.

Por fim, esta pesquisa tornou-se um diferencial ao relacionar a composição das remunerações aos acionistas aos preços das ações. Entretanto, os resultados não são conclusivos, visto que permitem aprofundamento, similarmente as pesquisas realizadas por Sarlo Neto (2004, 2009). Logo, sugere-se que, posteriormente, seja investigada a relação entre as composições das remunerações aos acionistas e o preço das ações, considerando-se fatores como: regulamentação específica de setores, a estrutura da propriedade e o tipo de controlador.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, M. M. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ATIASE, R. Predisclosure information, firm capitalization and security price behavior around earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, p. 21-36, spring 1985.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159-178, 1968.
- BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, Supplement, p. 62-92, 1968.
- BEAVER, William H.; CLARKE, R.; RIGHT, W. The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 17, p. 316-340, Autumn 1979.
- BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP. 2001.
- BEUREN, I. M. et al. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BOULTON, T. J.; ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968–979, set. 2012.
- BRASIL. Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**.
- _____. Lei no 9.249, de 26 de dezembro de 1995. **Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências**.
- BRENNAN, M. Taxes, market valuation and financial policy. **National Tax Journal**, v. 23, p. 417-429, dez. 1970.
- BROWN, P. The impact of the annual net profit report on the stock market. **The Australian Accountant**, p. 277-283, jul. 1970.
- BRUGNI, T. V. *et al.* Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 82-99, jul./set. 2012.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Estudos de evento: teoria e operacionalização. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 01-20, jul.-set. 2003.

CARVALHO, E. R. A. **Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: um modelo com informação assimétrica**. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2003.

CHANEY, P.; JETER, D. The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients. **Contemporary Accounting & Economics**, v. 28, a. 2, p. 83-115, 1992.

COSTA JUNIOR, J. V. D.; MARTINS, E.; SOUSA FILHO, R. D. C.; CARDOSO, R. L. JSCP e Dividendos: As Companhias “Vacac Leiteiras” estão Utilizando a Sistemática De Imputação Nos Termos Da Lei?. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2004.

COLLINS, D. W.; KOTHARI, S. P. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics**, SPECIAL ISSUE. v. 11, n. 2-3, p. 143-181, jul. 1989.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461-498, 24 dez. 2012.

DHALIWAL, Dan; LEE, K.; FARGHER, N. The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. **Contemporary Accounting Research**, v. 8, p. 20-41, 1991.

EASTON, Peter D.; HARRIS, T. Earnings as an explanatory variable for returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, 1, p. 19-36, 1991.

FAMA, E. The behavior of stock market prices. **Journal of Business**, v. 38, n.1, p. 34-105, 1965.

_____. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v. 25, n. 2, p. 383-417, maio 1970.

FAN, J.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 401-425, 2002.

FIRTH, M., The relative information content of the release of financial results data by firms. **Journal of Accounting Research**, v. 19, p. 521-529, Autumn 1981.

FOSTER, G. Accounting earnings and stock prices of insurance companies. **The Accounting Review**, v. 50, p. 686-698, out. 1975.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VICENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. **Journal of Accounting and economics**, v. 39, p. 329-360, 2005.

FREEMAN, R. The Association between Accounting Earnings and Security Returns for Large and Small Firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 9, p. 195-228, 1987.

FORSGARDH, I.E.; HERTZEN, K. The adjustment of stock prices to new information. In: ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. (eds.). **International capital markets**. Amsterdam: North Holland, p. 68-86, 1975.

GALENO, M. M. et al. A influência dos formadores de mercado nos retornos de ações negociadas na Bovespa: um estudo de evento. In: XIII Semead - Seminários em Administração, 13, São Paulo, 2010. **Anais...** São Paulo: EAD/FEA/USP, 2010. CD-ROM.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v. 28, n.2, p.264-272, maio 1963.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. E. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, M. C. Some anomalous evidence regarding market efficiency. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 2/3, p. 95-101, 1978.

KNIGHT, R. F. The association between published accounting data and the behavior of share prices. **Um published doctor althesis**, University of Cape Town, 1983.

KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2004.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)**, 28, 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: 2004.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, maio 1956.

_____. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, v. 44, p. 243-269, ago. 1962.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, Universidade São Paulo, São Paulo. Edição comemorativa, p. 39-53, out. 2003.

LOPES, A. B. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) -

Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LOPES, A. B.; IUDICIBUS, S. Teoria Avançada da Contabilidade. 2º Ed.. São Paulo: Atlas, 2012.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth, and the valuation. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empírico das empresas abertas brasileiras. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. "Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. Atlas, 2º Ed., São Paulo/SP, 2013.

MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações**: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. 2007. 71f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

NAGEM, L. M.; AMARAL, H. F. Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. **Revista de Contabilidade e Controladoria**. Curitiba, v. 5, n. 2, p.61-73, maio/ago. 2013.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 38, n. 2, p.135-143, abr./jun. 2003.

PRESSI, G. **Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas**. Rio Grande do Sul, 2003. Dissertação (Mestrado em economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRS).

ROLIM, J. D. Remuneração do capital próprio das pessoas jurídicas: aspectos fiscais. In: ROCHA, V. O. **Imposto de renda**: alterações fundamentais. São Paulo: Dialética, 1996.

ROSS, S. A. et al. **Administração financeira**: corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira**: corporate finance. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. **Contabilidade societária**: atualizado pela lei nº 10.303/01. São Paulo: Atlas, 2002.

SARLO NETO, A. **Relação entre estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros no mercado brasileiro**. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2009.

_____. **A relação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis:** evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2004.

SARLO NETO, A.; BASSI, B. R.; ALMEIDA, A. A. Um estudo sobre a informatividade dos lucros contábeis na América Latina. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [S.l.], v. 5, n. 12, p. 4-25, ago. 2011.

SARLO NETO, A. *et al.* Uma investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo, 2003.

SARLO NETO, A.; GALDI, F. C.; DALMACIO, F. Z. Uma pesquisa sobre o perfil das ações brasileiras que reagem à publicação dos resultados contábeis. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 22-40, 2009.

SCHIEHLL, E. **O efeito da divulgação das demonstrações financeiras:** um estudo sobre a variação das ações. Porto Alegre, 1996. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa da Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

SOARES, R. O.; ROSTAGNO, L. M.; SOARES, K. T. C. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: EnANPAD, 26, Salvador, 2002. **Anais do XXVI EnANPAD**. Salvador: ANPAD, 2002. CD-ROM.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**. v. 65, n.1, p. 131-156, jan. 1990.